



---

**Universidad de Valladolid**

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO DE  
SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

# **Las decisiones de recursos humanos y su impacto en el valor de la empresa**

Presentado por Miguel Faelli Plaza

Tutelado por Conrado Diego García Gómez

Soria, Junio de 2018

# **CET**

FACULTAD de CIENCIAS EMPRESARIALES y del TRABAJO de SORIA



ÍNDICE GENERAL

**INTRODUCCIÓN ..... 7**

**CAPÍTULO 1**

**EL DEPARTAMENTO DE RECURSOS HUMANOS**

**1.1. La importancia de los recursos humanos en las empresas ..... 11**

**1.2. Decisiones de recursos humanos ..... 15**

    1.2.1. Relaciones con la plantilla ..... 15

    1.2.2. Retribuciones..... 17

    1.2.3. Desarrollo profesional..... 19

**1.3. Estas decisiones, ¿son buenas? ..... 20**

**CAPÍTULO 2**

**TEORÍA DE LA AGENCIA**

**2.1. El modelo neoclásico de empresa ..... 25**

**2.2. Teoría de agencia..... 27**

**2.3. Costes de agencia..... 28**

**2.4. Relaciones de agencia ..... 30**

**2.5. Problemas de agencia y asimetría de la información ..... 33**

    2.5.1. Problemas accionistas-directivos..... 34

    2.5.2. Problemas accionistas-acreedores ..... 37

**CAPÍTULO 3**

**EL MERCADO COMO MARCO DE VALORACIÓN**

**3.1. Introducción ..... 41**

**3.2. Hipótesis de mercado eficiente..... 42**

**3.3. Los estados financieros y los mercados eficientes ..... 46**

**3.4. Las finanzas de conducta o conductistas ..... 47**

## CAPÍTULO 4

### LAS DECISIONES DE RECURSOS HUMANOS Y SU EFECTO EN EL VALOR DE LA EMPRESA

<b>4.1. Elección de empresas .....</b>	<b>51</b>
<b>4.2. Desarrollo metodológico.....</b>	<b>53</b>
<b>4.3. Obtención y selección de registros.....</b>	<b>55</b>
<b>4.4. Análisis de resultados .....</b>	<b>57</b>
<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>70</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>74</b>

**INDICE DE FIGURAS Y TABLAS**

Figura 1.1 Tradicional “Caja Negra” del sistema empresarial.....	15
Figura 1.2 Equilibrio en el mercado de trabajo .....	18
Figura 2.1 La decisión de financiación de acuerdo a la Teoría de la Agencia.....	36
Figura 4.1. Representación del CAPM .....	55
Tabla 4.1.a) Informe anual de remuneración a consejeros .....	57
Tabla 4.1.b) Informe anual de remuneración a consejeros .....	58
Tabla 4.2. Variación resumen “informe anual de remuneración a consejeros” .....	58
Tabla 4.3.a) Composición del consejo de administración .....	59
Tabla 4.3.b) Composición del consejo de administración .....	60
Tabla 4.4. Variación resumen “composición del consejo de administración”. .....	60
Tabla 4.5.a) Composición de otros órganos de gestión y control.....	61
Tabla 4.5.b) Composición de otros órganos de gestión y control .....	62
Tabla 4.6. Variación resumen “composición de otros órganos de gestión y control”.....	62
Tabla 4.7. Sistemas retributivos .....	63
Tabla 4.8. Variación resumen “sistemas retributivos” .....	64
Tabla 4.9. Pactos parasociales o que supongan cambios de control .....	64
Tabla 4.10. Variación resumen “pactos parasociales o que supongan cambio de control” .....	65
Tabla 4.11. Hechos relevantes Endesa.....	65
Tabla 4.12. Hechos relevantes Gas natural .....	66
Tabla 4.13. Hechos relevantes Iberdrola.....	66
Tabla 4.14. Hechos relevantes Adolfo Dominguez.....	67



## INTRODUCCIÓN

Rondando el quincuagésimo aniversario del cambio de tendencia al modelo contractual, donde se comenzaron a interpretar las relaciones profesionales en función de lo pactado contractualmente y alguna que otra pillería o escamoteo clandestino, el sistema de las relaciones laborales, dirigido por los Departamentos de Recursos Humanos de las empresas, ha experimentado un cambio hacia lo intelectual, orientado claramente al cuidado y protección del capital humano, poniendo a los empleados en el epicentro de las organizaciones.

Es incuestionable la vital importancia que poseen aquellos que desarrollan sus labores en las compañías a cambio de una compensación económica, dependiendo para su correcto funcionamiento y desarrollo la participación de esta mano de obra. El éxito de una organización depende de la previa conquista de sus trabajadores y no al revés.

Con cada vez mayor frecuencia, la toma de decisiones y desarrollo de tareas en las empresas viene marcada por su externalización, mediante pacto contractual frente a terceros, adquiriendo los poderes necesarios para operar en su propio nombre. Denominadas relaciones de agencia, surgen cuando hay la posibilidad de alcanzar un rendimiento como consecuencia de una cooperación o delegación, obteniendo así una medida comparativa entre el resultado obtenido de manera autónoma y apoderando. En consecuencia, representante y representado, tienen bolsillos diferentes y, como no podía ser de otra manera, cada uno defiende “su” parte. No se trata de un tema exclusivamente económico, sino que se ponen en juego otras posiciones y la existencia de desigualdad informativa entre ambos provoca una verdadera desavenencia en el conflicto de intereses.

Paralelamente al entresijo de relaciones existentes en las organizaciones, aparece el mercado de valores como marco de valoración. Se trata del escenario perfecto para

plasmar todas las decisiones empresariales, sus relaciones y las interpretaciones que se dan a estas, dando audiencia a aquellos que tienen depositadas sus esperanzas de obtener un rendimiento como cotitulares de las compañías, quienes incrementarán sus posiciones en caso de considerar un movimiento acertado y huirán en el supuesto de infortunio, al menos bajo su criterio. Sin duda alguna, son los candidatos ideales para el puesto.

Integrando lo anterior, el presente trabajo tiene como objetivo vislumbrar el impacto que las decisiones en materia de Recursos Humanos tienen, sobre la capitalización bursátil de las empresas. La metodología estudio de eventos se torna la más apropiada para este tipo de análisis, pues permitirá establecer en qué sentido los mercados reaccionan ante determinadas decisiones. Para ello, el presente trabajo se ha estructurado en dos partes, siendo la primera teórica, con los tres primeros capítulos, y un cuarto capítulo donde se lleva a cabo la aplicación práctica, quedando de la siguiente manera:

El primer capítulo aborda el papel de los trabajadores en las compañías, el Departamento de Recursos Humanos, la evolución teórico-práctica que ha tenido desde sus orígenes, su importancia en la empresa, dimensiones del mismo y el rol que desempeña.

El papel que juegan los partícipes de la empresas, indagando en la evolución de sus relaciones y estructuras y como afectan estas en el correcto desarrollo de las compañías, se detalla en el segundo capítulo. Es la Teoría de la Agencia, una nueva forma de comprender el funcionamiento de las corporaciones, basada en la delegación de responsabilidades.

El tercer capítulo se sumerge en el mercado para obtener un modelo contrastadamente eficaz que homogenice, transforme y tipifique los acontecimientos en cifras, facilitando un seguimiento de series históricas de valores, su comparativa y análisis con mayor objetividad. En este punto, se tratará de dar luz sobre la idoneidad, eficiencia o ineficiencia, del mercado de valores como marco de valoración de los registros extraídos.

En el último y cuarto capítulo se lleva a cabo la recogida de datos, desde 2013, de las empresas analizadas (Endesa, S.A., Gas Natural SDG, S.A., Iberdrola, S.A., Adolfo Dominguez, S.A., Dogi International Fabrics, S.A. e Industria de Diseño Textil, S.A. “INDITEX”), aplicación, comparativa y análisis del comportamiento de las mismas frente a las publicaciones en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, concernientes al departamento de recursos humanos de cada una de ellas. Para finalizar, se han incluido una serie de ideas y conclusiones que integran los registros obtenidos en la investigación.

Se considera interesante la búsqueda y posible aparición de algún movimiento que difiera del que se pueda considerar normal por la repetición del mismo e intentar dar respuestas a estas anomalías, si las hubiere. Por ello, la siguiente investigación ha intentado esclarecer la relevancia o impacto que, dichas publicaciones, tienen sobre la evolución de los títulos y sus posibles discrepancias en las conclusiones del accionariado, de unas u otras, en cuanto a la interpretación intra o intersectorial.

# **CAPÍTULO 1**

## ***EL DEPARTAMENTO DE RECURSOS HUMANOS EN LA EMPRESA***



## **1.1. La importancia de los recursos humanos en las empresas**

Las personas y las organizaciones se interrelacionan continua y, cada vez más, complejamente, no entendiéndose la existencia de las empresas sin la participación, dirección y control por parte del capital humano.

Disciplina flexible, cambiante y continuamente en transición hacia las necesidades de cada época, la gestión de recursos humanos supone un pilar básico en el desarrollo profesionalizado de las compañías. Aquella parte de las organizaciones, formada por personas, responsables del desempeño de las tareas propias de su proceso productivo, se denomina recursos humanos. En función de la ampliación y progresión de la organización, ésta exige disponer de una plantilla mayor, incrementándose su complejidad para su subsistencia.

Con el sobrenombre de relaciones industriales, la disciplina nació a principios del siglo XX, a raíz de la Revolución Industrial, para dar soluciones a las nuevas labores organizacionales de la época. Su función, por aquel entonces, era la de intermediario/mediador entre trabajadores y organizaciones, hasta la fecha enfrentadas, para intentar entenderse o, simplemente, reducir discrepancias.

Posteriormente, a mediados de siglo, además del medio interlocutor originario, la disciplina comenzó a administrar a los trabajadores en función de la reglamentación efectiva por aquel entonces, pasándose a llamar Administración de Personal.

Diez años más tarde, en la década de los 60, las organizaciones progresaron exponencialmente y las personas pasaron a ser los recursos principales para lograr los objetivos organizacionales, concibiendo a estos como los únicos capacitados para adaptarse, razonar e interpretar inteligentemente las necesidades de la empresa.

Por último, la dirección/administración de recursos humanos, terminológicamente tal y como la conocemos hoy en día, nació en la década de los 70, aunque todavía con cierta ceguera en la interpretación de los trabajadores como simples agentes productivos/pasivos, donde su labor debía ser perfectamente estructurada e inspeccionada bajo los cánones, criterios y necesidades de la formación empresarial, dando respuestas a las nuevas necesidades del momento.

Bien es cierto que, desde comienzos del siglo XXI, las organizaciones ya no manejan y controlan a las personas, sino que administran con ellas mismas, presentándolas como sujetos activos y proactivos, con creatividad, destreza, talento, conocimiento y un sinfín de capacidades, más allá de las manuales o artesanales. Los Recursos Humanos de las empresas han pasado de ser simples recursos de consumo a formar el más potente de sus activos, impulsando el desarrollo organizacional.

Como no podía ser de otro modo, en la actualidad y como consecuencia de la expansión de las nuevas tecnologías, exponencial globalización y feroz competencia internacional, la dirección de recursos humanos es una disciplina en transición, sometida a grandes permutas e innovaciones. Fundamentados en la disminución de plazos y costes y el exponencial aumento informativo disponible para los trabajadores, la era de los e-RRHH<sup>1</sup> ha llegado para quedarse, marcando una estructura clara de participación y coordinación en las empresas. Por todo ello, la administración de los recursos humanos se ha profesionalizado, demandando expertos en la materia, dejando de lado el voluntariado en su gestión.

Indudable es la importancia que la empresa tiene en la sociedad contemporánea, tratándose de un elemento fundamental para el bienestar de la sociedad. Entendida tradicionalmente como una unidad económica productiva de bienes y servicios, el tejido empresarial ha provocado una transformación societaria, económica, ideológica y global.

Hoy en día, una empresa es una organización fundada y compuesta por personas que facilitan una serie de recursos para el proceso productivo, diseñada para dar cobertura a las necesidades ocasionadas por el mercado y sus miembros, proporcionando un aumento de la calidad de vida entre sus participantes. Ostensiblemente, la empresa tiene una orientación clara hacia las personas.

Así, la Administración de Recursos Humanos está formada, como no, por personas y organizaciones, dependiendo estas últimas de las anteriores para la consecución de sus objetivos. Se trata de un interés recíproco, pues las organizaciones nacen para hacer valer la sinergia ocasionada con motivo de la coordinación de trabajo y esfuerzo de las personas y, por su parte, las personas emplean estas formaciones como vehículo conductor para alcanzar objetivos individuales que nunca podrían lograrse mediante operaciones particulares aisladas.

---

<sup>1</sup> Actual periodo en el que el departamento de recursos humanos busca mayor participación por parte de los empleados, aprendizaje continuo, fidelización con beneficios flexibles, autonomía, generación de sentimientos de pertenencia a la comunidad empresarial, predominio del talento o empleo activo de las redes sociales para navegar transversalmente en el mercado, son algunas de las características de esta nueva disciplina 3.0.

Según el estudio Workforce 2020, la partida destinada a cubrir las necesidades de los recursos humanos de las organizaciones, dependiendo del sector en el que opere, supone entre el 30 y 80 por ciento del presupuesto. Esta valoración es palpable cuando se realiza una compra-venta empresarial, se trata del denominado fondo de comercio<sup>2</sup>. Con el gran peso que representa, no es descabellado que las empresas hagan especial hincapié en analizar cada céntimo destinado a esta cobertura, planteando técnicas remunerativas variables en función de la productividad.

La gestión de recursos humanos tiene como principal objetivo la mejora de sus resultados, haciendo especial hincapié en el incremento de la productividad para la consecución de los mismos. Así, los gerentes del departamento de Recursos Humanos podrán mediar en la gestión de la mano de obra.

En épocas complicadas, donde priman la incertidumbre y las dificultades, el área de recursos humanos suele verse afectado de manera significativa, pues existe una tendencia a reducir la plantilla para poner a salvo parte del capital, primando los resultados cortoplacistas y poniendo en peligro su viabilidad a medio y largo plazo.

El hecho de que sean los propios trabajadores los que puedan llevar al éxito, o no, de la compañía, pone a estos en el epicentro de las necesidades, objetivos, planificación y estrategias de la misma, demandando la disciplina una evaluación continua para progresar y mejorar las posibilidades de la empresa.

Como se ha expuesto con anterioridad, los encargados del área de recursos humanos tenían un papel administrativo, operando básicamente en la vigilancia e intervención del personal y sus ejecuciones salariales. No obstante, según Gómez-Mejía (2001), estas condiciones fueron cambiando, desarrollando nuevas y más complejas funciones u objetivos que se pueden clasificar de la siguiente manera:

- Objetivos implícitos:
  - La productividad como piedra angular de la disciplina.
  - Rentabilidad y aptitud competitiva.
  - Acatamiento y respeto de las leyes imperantes.
  - Mejora de las condiciones laborales en la medida de lo posible.
  - Aportar valor a la empresa que, como se verá más adelante, se trata de la condición común a todos los participantes.
  
- Objetivos explícitos:
  - Elección de candidaturas susceptibles de incorporación.
  - Contratar y retener aquellos empleados comprometidos y deseados por la empresa.
  - Motivación a los trabajadores.

---

<sup>2</sup> Derivado del sumatorio de los activos necesarios para que una compañía funcione, tanto tangibles (instalaciones, mobiliario, etc) como intangibles (marcas, patentes, etc), el fondo de comercio, se materializará por la diferencia entre el valor teórico de la empresa y el precio de venta, siempre que este sea superior al primero, con motivo de la capacidad para obtener rentabilidades superiores esperadas por sus propios activos, su experiencia, fama, organización y el “*know how*” o saber hacer de la plantilla en general.

La gestión de Recursos Humanos ha abierto nuevos horizontes, ya no es únicamente el área que gestiona las tareas propias de las relaciones laborales, tramitación de empleos, percepciones salariales, extrasalariales o en especie, sino que, por el aumento de la pluralidad y complejidad del medio, desarrolla labores consonantes con la dirección de la organización y su planificación estratégica.

Aminorar los costes asociados a la rotación y absentismo laboral, ajuste de oferta y demanda de personal, localización de insuficiencias o demasías y su correspondiente ajuste, proveer de las herramientas necesarias para la evaluación y corrección de diversas situaciones de su competencia, son los principales fines en la planificación de recursos humanos.

Según el Estudio Cranfield-ESADE (2006), la planificación de recursos humanos del tejido empresarial español, dista de su integración con el conjunto de políticas estratégicas de las propias compañías. Este caso se agrava en las PYMES, por la obcecación de proteger los resultados cortoplacistas, los problemas económicos o por la ausencia de encargados, claramente definidos, para realizar tales tareas.

Para que una compañía triunfe en el mercado, sus estrategias empresariales y su planificación de recursos humanos, han de estar íntimamente ligadas para la formulación eficiente, en cada momento, de las distintas circunstancias y necesidades del medio, elaborando políticas conjuntas que generen ventajas competitivas. El cometido estratégico de los recursos humanos puede definirse como *“todas aquellas actividades que afectan al comportamiento de las personas a la hora de formular e implantar las estrategias de la empresa”* Schuler, R.S. (1992)

Fomento de la conducta proactiva, fluidez comunicativa e informativa, detección de oportunidades e identificación del “quienes somos y a donde vamos<sup>3</sup>”, son claros ejemplos de las ventajas proporcionadas por una buena planificación estratégica de recursos humanos. Aquellas empresas que integren estas premisas y que, a su vez, respeten unos códigos éticos, superarán a largo plazo al resto que las hayan pasado por alto.

Aquellas estrategias que no estén agregadas implícitamente en la empresa o que no concuerden con la realidad del entorno, provocará que la compañía pierda enteros respecto de sus rivales.

Lo que parece más que evidente es que la empresa ya no se entiende como una “Caja Negra<sup>4</sup>” (Figura 1.1), sino que el papel social que representa con todos sus partícipes es palpable. De hecho, Jensen y Mekling (1976), apuntan a los empleados como un nuevo grupo de interés, debiendo satisfacer las legítimas aspiraciones de estos y, por tanto, la generación de beneficio queda relegada a la maximización de valor como objetivo supremo y repartido entre todos los participantes. Ya no se trata únicamente de realizar cálculos rentables para la obtención del máximo beneficio, sino que se considera sensata la valoración de metas morales, el uso de códigos de buen

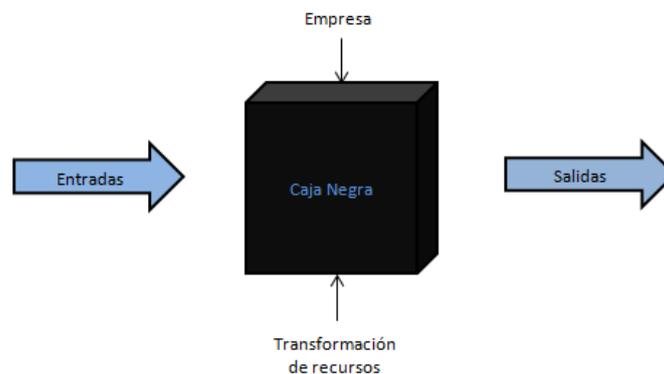
---

<sup>3</sup> Haciendo referencia a la visión de la compañía, guía a todos los partícipes acerca de los objetivos a los que la empresa quiere responder en un futuro.

<sup>4</sup> Metáfora que identifica a la empresa como un simple hilo conductor entre las materias primas entrantes (inputs) y los productos finales salientes (outputs).

comportamiento y la ética empresarial, como abanderados de la nueva gestión empresarial.

**Figura 1.2 Tradicional “Caja Negra” del sistema empresarial**



Fuente: Elaboración propia.

La actuación socialmente responsable ofrece a las empresas ventajas competitivas frente a sus rivales. La aparición del nuevo patrón empresarial, pretende aumentar el valor de la compañía mediante el lucro de todos sus *stakeholders* o grupos de interés. Cuando la eficiencia, la aptitud o la productividad se tornan como las bases de las compañías, el capital humano no puede ser, en ningún caso, el problema de las empresas, sino todo lo contrario.

## 1.2. Decisiones de recursos humanos

Incuestionable es la mayúscula importancia del departamento de recursos humanos para la consecución de los fines generales de la empresa, requiriendo una delicada y metódica atención a todos sus movimientos para lograr el éxito. Sin descuidar tareas como la gestión de la movilidad funcional o geográfica, nacional e internacional, gestión económica de riesgos laborales, salud e higiene en el trabajo, ejerciendo de intermediario frente a los sindicatos o como administrador de la diversidad en la empresa, en este epígrafe se definirán las principales funciones que el departamento de recursos humanos desarrolla en su día a día:

### 1.2.1. Relaciones con la plantilla

#### A. reclutamiento y selección

En un primer momento, las empresas que quieran incorporar nuevos trabajadores, deberán ubicar, identificar, contactar y atraer, tantos solicitantes de empleo como sea necesario para cubrir las necesidades de la compañía, conociéndose este proceso como reclutamiento. En función del origen de la persona a contratar, el reclutamiento se puede dividir en dos tipos:

- Reclutamiento interno: La atracción de posibles candidatos a la vacante se realiza entre los propios trabajadores, pudiendo ser mediante promoción interna (para un cargo superior en la jerarquía) o movilidad funcional (en el mismo nivel pero con distintas tareas).

- Reclutamiento externo: Se cubrirá la necesidad con un trabajador ajeno a la empresa, mediante la publicación de anuncios, SEPE<sup>5</sup>, ETT<sup>6</sup>, Agencias de Contratación, *Headhunters*<sup>7</sup>, etc..

Seguidamente, las organizaciones deberán realizar una criba entre los candidatos, la parte relativa a la selección, para conseguir contratar aquellos que más se adapten al puesto en cuestión, se llevará a cabo el correspondiente reconocimiento médico y contratación en su caso, la formación oportuna y el seguimiento de la evolución.

Con anterioridad a estampar la firma en el contrato y en función del puesto requerido, el departamento de recursos humanos solicitará a los candidatos preseleccionados que contesten, resuelvan o se defiendan verbalmente de distintas situaciones que pongan a prueba su nivel psicológico, personal o intelectual. Aunque pueda parecer un proceso largo y costoso, como afirma la consultora de recursos humanos Robert Half International, el tiempo gastado en la selección es tiempo bien gastado.

Íntimamente relacionados con la parte remunerativa, el éxito del reclutamiento y la selección de personal, además del estado vigente del mercado de trabajo, dependerá en gran parte del grado de persuasión que tenga la vacante en cuestión, como se detallará en la función remunerativa.

### **B. Ajustes de plantilla**

Una de las principales causas de supervivencia para las empresas radica en lograr ajustar el capital humano a sus necesidades, tanto por exceso como por defecto del mismo. La gran competencia en los mercados y la creciente globalización, provoca una alta rotación de personal en las empresas, obligando a estas a establecer unos mecanismos de control de costes asociados a la sustitución e incorporación de los empleados.

El departamento de recursos humanos trata de optimizar, continuamente, los recursos destinados a satisfacer la partida remunerativa de la plantilla. Así pues, por ejemplo, las empresas sopesan si las unidades monetarias ahorradas por una jubilación anticipada o el despido de un empleado, les supondrá mayor utilidad que la aportación laboral del propio trabajador, teniendo en cuenta todos los posibles costes de sustitución:

- Costes de reclutamiento y selección: Los concernientes a la búsqueda y tramitación en el proceso de incorporación de nuevos trabajadores.
- Costes de formación a los nuevos empleados: Tiempo invertido en orientación, instrucción o capacitación por parte de ambas partes, empleado y empleador.
- Costes de ruptura profesional: Además de la indemnización por despido, hace referencia al “vacío” que deja el empleado despedido y el tiempo y recursos empleados durante la gestión hasta su expulsión.

---

<sup>5</sup> Servicio Público de Empleo Estatal

<sup>6</sup> Empresas de Trabajo Temporal

<sup>7</sup> Traducido del inglés, “cazadores de talentos”

Sin embargo, estas acciones forman parte de la salud y normalidad de las empresas y, en contrapartida a todos los anteriores costes, no todos los aspectos de una ruptura laboral son negativos, sino que esta se produce por la búsqueda de otras mejoras como el aumento de la productividad, dinamismo, innovación, cualificación, reducción de costes, relevo generacional, aumento de la diversidad, rentabilidad, etc..

Paralelamente a los ajustes de plantilla, se encuentran otras alternativas como:

- **Formación y reciclaje:** Tanto dentro como fuera de la empresa y con el objetivo de que los empleados abarquen mayor conocimiento concerniente a distintos puestos en la empresa o mejoras en sus puestos vigentes, aumentando así la productividad y las posibilidades empresariales.
- **Desarrollo:** Planificación a largo plazo de los objetivos de la compañía, adaptando sus necesidades en lo referente al capital humano.
- **Adaptación y cambio de puesto de trabajo:** Para evitar la elevada rotación laboral, que los empleados se sientan realizados y, en consecuencia, la empresa logre sus objetivos, las compañías podrán reubicar aquellos empleados estancados que no estén rindiendo lo esperado de ellos, motivándoles así, antes de asumir los costes de ruptura laboral anteriormente mencionados.

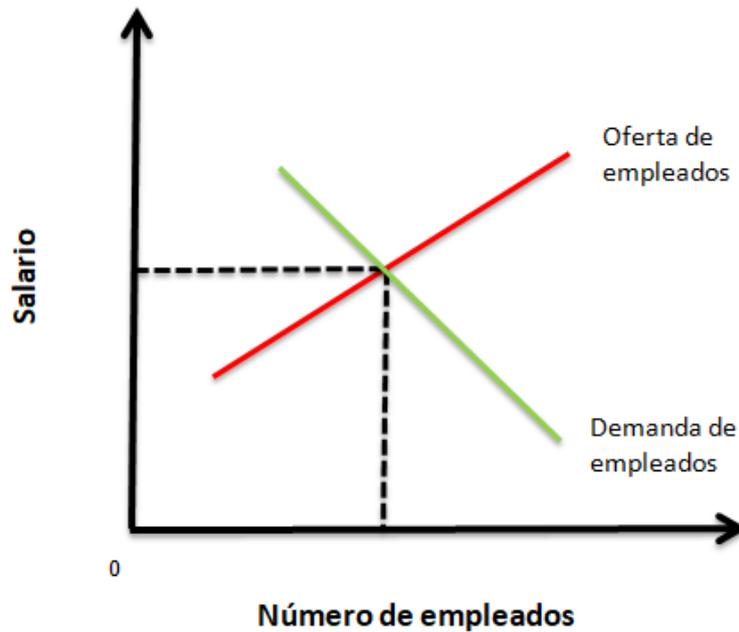
En todo caso, el departamento de recursos humanos deberá actuar con máxima precisión para optimizar los rendimientos buscados de todos y cada uno de los empleados.

### **1.2.2. Retribuciones**

La gestión de las remuneraciones de la plantilla supone, sin lugar a dudas, una de las cuestiones más importantes de toda compañía. Atraer perfiles ajustados a las necesidades, retener talento o motivar a los empleados, son algunos de los objetivos buscados con esta herramienta, sin descuidar nunca la cara pródiga de la cuestión, claro.

Como se ha detallado en el primer epígrafe del presente capítulo, la partida destinada a cubrir las necesidades económicas de los trabajadores es más que relevante, jugando un papel capital el departamento de recursos humanos en el establecimiento de pautas que respalden los desafíos salariales pues, la correcta distribución de sueldos, supondrá una ventaja competitiva frente a sus competidores. En este sentido, la política retributiva llevada a cabo por las empresas, trata de definir las directrices oportunas para la consecución de sus objetivos estratégicos y dar cobertura a las necesidades de sus empleados.

El equilibrio en el mercado de trabajo se obtiene por la intersección entre la oferta y demanda de empleados, gráficamente se desarrolla de la siguiente manera:

**Figura 1.2 Equilibrio en el mercado de trabajo**

Fuente: Elaboración propia.

La parte remunerativa del pacto contractual es de vital importancia a la hora de atraer y retener talento. Como se puede ver en la figura 1.2 y de manera básicamente general, sin tener en cuenta otros factores, cuanto mayor salario esté dispuesto a ofrecer la empresa, mayor será el número de empleados que presenten su candidatura y más posibilidades tendrá la compañía de conseguir profesionales cualificados que se adecuen a sus necesidades. El departamento de recursos humanos trata de alcanzar el equilibrio entre la seducción de empleados capacitados sin derroche de recursos, buscando maximizar la productividad.

Al margen del volumen remunerativo, seguir un modelo salarial equitativo, tanto interna como externamente, implica la existencia de justicia meritocrática retributiva en la empresa, con la correspondiente motivación y satisfacción intrínseca de los trabajadores, en el primer caso, y la retención de talento y competitividad frente a terceros rivales, en el segundo.

Es probable que, si se hiciese una encuesta, la mayoría de trabajadores de una empresa cualquiera estuviese de acuerdo con premiar su rendimiento individual y no tener que repartir su plusvalía con el resto de sus “holgazanes compañeros”, ¿verdad?. Obviamente, basta detenerse unos segundos para ver que hay algo que no cuadra en este planteamiento, pues la sensación de estafa es generalizada y el ego bastante elevado o, al menos, los empleados no hacen suficiente hincapié en su labor por este motivo y, de premiarse el esfuerzo de manera individualizada, podrían cambiar de parecer e intentar ser más productivos, quién sabe. Lo que sí que está claro es que el departamento de recursos humanos tiene que lidiar con escenarios similares constantemente y, para ello, diseñan instrumentos que relacionan directamente el mérito, individual o colectivo, y el bolsillo de los asalariados.

Por ejemplo, el sistema a destajo, es el modelo que más adecua la aportación laboral y la satisfacción económica percibida, donde el jornal de un trabajador depende de sus unidades producidas, ni más ni menos. Sin embargo, no todos los oficios pueden

adaptarse a este modelo individualizado y el sistema adquiere complejidad, definiendo metas más abstractas u objetivos grupales a largo plazo que primen el trabajo realizado, como por ejemplo en función de los problemas resueltos con éxito, de proyectos acabados, la satisfacción de los clientes o la valoración de aptitudes y actitudes por el resto de compañeros.

Establecer remuneraciones fijas o variables, en qué proporción y bajo qué condiciones cada una de ellas, es una de las grandes dudas que se plantean las empresas a la hora de instaurar un modelo generalizado que recoja las condiciones salariales de sus empleados. Así pues, mediante la homogeneización, distribución y planteamiento de todos los paquetes retributivos, comisiones, gratificaciones y beneficios sociales, las compañías tratan de adecuar las percepciones finales de los trabajadores, en base a la aportación, categoría y responsabilidad de cada uno de ellos.

### **1.2.3. Desarrollo profesional**

#### **A. Carrera profesional**

Ofertar posibilidades de evolución, conocimiento y progreso, genera satisfacción en los empleados, actualizando en consonancia con las demandas del entorno y previendo los futuros cambios. Se trata de una inversión personal en los trabajadores, muy valorada por los mismos, que busca optimizar, una vez más, la mejora del rendimiento del trabajador/es en cuestión y la empresa en su conjunto.

Con el objetivo de traspasar barreras y conseguir promocionar, el departamento de recurso humanos escoge los candidatos que más se adapten a sus expectativas, basándose en las fortalezas y debilidades de cada uno de ellos, valorados mediante instrumentos como la evaluación del desempeño, ensayos sicotécnicos y centros de valoraciones para peritar las trayectorias, capacidades, intereses y expectativas de los candidatos, donde realizar entrevistas, coloquios, juegos grupales o resolución de problemas.

Conduciendo a sentimientos de pertenencia y fidelidad a la organización, el desarrollo de la carrera profesional de los empleados escogidos, se podrá llevar a cabo mediante la tutela de un trabajador experimentado, por clases magistrales teórico-prácticas, dentro y fuera del puesto de trabajo o rotaciones para adquirir nuevas competencias, entre otros.

Basado en la teoría que prima el esfuerzo continuo, el desarrollo de la carrera profesional es una inversión en los recursos humanos de las empresas, una clara apuesta por la inteligencia aportada por el capital humano, reconociendo a este como una pieza indispensable y evolutiva del éxito de las organizaciones.

#### **B. Evaluación del desempeño**

El peritaje y gestión de lo aportado por los trabajadores es una de las tareas más complicadas encomiadas al departamento de recursos humanos. No se trata únicamente de valorar el trabajo de los empleados, enumerar una serie de ítems, puntuarlos y ponderarlos, no; sino que el responsable tendrá que transmitir información útil acerca de su corrección, definición de objetivos y cercioramiento de que el criterio evaluador es homogéneo y conocido por todos los protagonistas para futuras mediciones.

Teniendo como objetivo calibrar el potencial del trabajador para la mejora y optimización de los beneficios de unos y otros, la evaluación del desempeño, a diferencia del rendimiento, tiene en cuenta los métodos y procedimientos empleados para lograr los resultados, estableciendo un conjunto de criterios para medir la aportación de cada empleado de la manera más justa posible y premiar así su contribución. Para su ejecución, en primera instancia, el departamento de recursos humanos fija los objetivos, diseña el plan y lo instaura, será a partir de entonces donde se deberá vigilar y controlar, interviniendo en aquellas partidas que se desvíen de los estándares fijados.

La mayor dificultad reside en establecer un sistema de valoración que neutralice la subjetividad, difícil tarea. Los instrumentos más representativos para llevar a cabo la evaluación del desempeño son las tradicionales entrevistas, cumplimentación de formularios, valoración de compañeros, elección forzada, estandarización de resultados o la supervisión directa.

Es importante tener en cuenta que sobre el trabajador no recae toda la responsabilidad de su aportación, sino que existen otros factores contextuales que pueden desvirtuar la valía del empleado, como por ejemplo el diseño, la ubicación o las condiciones del puesto a cubrir. La evaluación podrá ser unidireccional<sup>8</sup> o pluridireccional<sup>9</sup>, en un sentido, en otro o ambos simultáneamente, de manera individual o colectiva, por comportamientos laborales, condiciones personales o resultados, basados en el presente y pasado o en el futuro, mediante estimaciones relativas o absolutas pero, en todo caso, esta deberá llevarse a cabo en momentos que representen la imagen fiel del evaluado, sin sesgos periódicos u oportunistas.

### **1.3. Estas decisiones, ¿son buenas?**

Parece más que evidente que la implementación y consecución de una buena estrategia del área de recursos humanos puede generar ventajas competitivas y, con ellas, un buen posicionamiento en el mercado. Sin embargo, muchas empresas no disponen de los medios necesarios para poder llevar a cabo un control y una evaluación acorde con las mismas para su optimización, siendo únicamente las grandes compañías las que destinan una partida para su valoración y ajuste en caso de necesidad. Sin embargo, aquellas empresas que no realizan mediciones precisas de las aportaciones del departamento de recursos humanos, se ven abocadas a la pérdida general de productividad y desaprovechamiento de recursos en el proceso.

Según Dolan, S.L. y Valle, R. (2003), eficacia y eficiencia van de la mano cuando se emplean medidas objetivas de resultados. En este sentido, la mayoría de empresas realizarán tareas propias del departamento de recursos humanos, con mayor o menor precisión, sin embargo solamente unas pocas tendrán suficiente capacidad como para poder controlar y auditar el rendimiento de las mismas.

La interdependencia de todos los grupos de interés forman un tejido más que complejo que hace que una decisión cualquiera, no sea buena o mala por sí sola, sino

---

<sup>8</sup> El superior evalúa sus subordinados

<sup>9</sup> Evaluación 360°, tanto por personal de la empresa como ajeno a la misma.

que cobrará sentido en la intersección de los distintos escenarios de la organización, sus participantes, el entorno de la misma y, por supuesto, las limitaciones y capacidades de la propia compañía. En el siguiente capítulo se abordarán los distintos escenarios que ofrece la Teoría de la Agencia en el mercado de capitales y las posibles respuestas a estos movimientos e interpretaciones.



# **CAPÍTULO 2**

## ***TEORÍA DE LA AGENCIA***



El día a día de las organizaciones se acompleja a marchas forzadas, las compañías intentan absorber todas las tareas que les sea posible o, al menos, aquellas que logren mejores resultados que los obtenidos mediante la delegación girando todo en torno a la formalización contractual, acuerdos por escrito o verbales, de manera continua e ininterrumpidamente. Como se ha detallado en el anterior capítulo, el conjunto de decisiones materializadas por el departamento de recursos humanos, son de obligado tratamiento por parte de las grandes compañías para la consecución de sus fines y, para la realización del presente estudio, se analizarán desde la óptica de la Teoría de la Agencia como marco teórico.

## **2.1. El modelo neoclásico de empresa**

Antes de comenzar a desgranar la teoría de la agencia y para una mejor comprensión, conviene hacer un breve repaso por la evolución teórica hasta llegar a este “nuevo” concepto. Brevemente, la concepción de la empresa conocida como la entendemos hoy en día, nació a principios del siglo XX, una vez finalizada la Primera Guerra Mundial, con motivo de la aparición de grandes corporaciones, bifurcándose la economía financiera de la economía. Desde entonces, se pueden distinguir dos modelos claramente diferenciados:

- **Modelo neoclásico (1920-70´):** Dividido en dos etapas, está basado en los postulados de la economía clásica, la cual consideraba a la empresa como un participante más en el mercado, adquiriente de inputs y vendedor de outputs, una mera transformadora.
  - (1920-1955): Momento de expansión económica, aparición de grandes empresas y, con ellas, la división de su capital en muchos propietarios y aparición de directivos (hasta entonces empresario y

directivo eran las mismas personas), comenzándose a preocupar por los problemas financieros. Se instala el interés generalizado por la captación de fondos.

- (1955-70'): Tras la Segunda Guerra Mundial, se incorpora la teoría de la inversión donde, además de captar liquidez a bajo coste, nace el interés por la asignación eficiente de los recursos.
- Modelo Contractual (70' en adelante): Impulsada por Jensen y Meckling (1976), como se detallará más adelante, entiende la empresa como una ficción legal que sirve de nexo sobre un conjunto de contratos, dejando de ser la simple transformadora entendida hasta entonces, cuyo objetivo radica en la maximización del valor para los partícipes de la empresa.

El planteamiento neoclásico, que veía la organización empresarial como entes que fijaban su función de producción con el objetivo supremo de maximizar el beneficio, se alejaba y se antojaba más que difícil su aplicación al mundo contemporáneo y al desarrollo comportamental de sus empresas, comenzando a cristalizar la idea de que para la resolución de los problemas de las finanzas corporativas era de obligado cumplimiento contar con una teoría que se adaptase a las necesidades cambiantes de la empresa, lejos de aquellos planteamientos teórico-matemáticos, obtusos y cuadrículados, alejados de la observación la práctica. Ciertamente, se antoja difícil creer que las aplicaciones matemáticas puedan ser el hilo conductor para la resolución de conflictos de intereses o asimetrías informativas.

La creencia en el mundo capitalista ha sido, desde su nacimiento, la consecución de riqueza, lucro y plusvalías en la mayor medida posible pero, sin embargo, la Administración Financiera Contemporánea habla de diversas metas, admitiendo genéricamente la maximización de valor de la empresa para los accionistas. Compatible con el objetivo anterior, pero no idéntico, ya que se ajusta mejor a los intereses de los propietarios, principalmente en aquellas compañías que cotizan en un mercado secundario.

Pronto el paradigma neoclásico se vio desplazado por esta teoría con mayor dosis de realismo, donde se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- La empresa ha dejado de ser la “caja negra” que sabe lo que hace pero no importa el cómo
- El tradicional modelo económico, tornado al raciocinio más absoluto y a las normas “lógicas, queda apartado por el irrealismo del mismo
- El modelo de racionalidad sustantiva (*homo economicus*) se rechaza implícitamente, poniendo mayor énfasis en los costes de información
- Empleo de nuevas técnicas de investigación que den respuestas a gran parte de los movimientos organizativos y financieros actuales, ante las limitaciones matemáticas, econométricas o estadísticas pasadas.

Según Azofra (2005), los argumentos neoclásicos han quedado evidentemente limitados para dar respuestas a las finanzas corporativas y, por su parte, la teoría de la agencia ha sido capaz de adaptarse y dar razonamientos a tales exigencias.

## 2.2. Teoría de agencia

En la década de los setenta del siglo pasado, tras la miopía neoclásica en su desarrollo matemático y racional, el mercado de capitales asumió la difícil tarea de ser el marco de valoración para las compañías frente a las nuevas demandas y escenarios. La teoría de la agencia es una corriente surgida por aquellos años, siendo Ross uno de sus mayores exponentes:

*“Cada uno de los sujetos de una relación de agencia tiene sus propios intereses y ambos intentan maximizar la utilidad”*

Según el criterio de Ross, *“el administrador de la empresa tiene que tener una recompensa mejor que el -Óptimo de Pareto<sup>10</sup> - que consiga esas funciones que realiza para el principal”*. Es decir, el principal<sup>11</sup>, solamente se alineará con la teoría de agencia si los rendimientos que se consigan, tras el conjunto de contratos, son superiores a los resultados potenciales obtenidos por cuenta propia.

Según Hackbarth (2002 y 2003), el enfoque contractual echa abajo gran parte de manifestaciones neoclásicas, otorgando protagonismo al oportunismo de sus actuaciones, irracionalidad de los partícipes del mercado y a la asimetría de información entre las partes contratantes.

Durante muchos años, los teóricos y economistas dieron por buena la teoría de que todos los componentes de las corporaciones (accionistas, administradores, obligacionistas, empleados, etc.), actuaban por el bien común y no se valoraban posibles conflictos de interés y, ni mucho menos, el procedimiento a desarrollar para evitar o reducir tales conflictos.

Sin embargo, hoy en día, se aplican técnicas empresariales por las cuales una persona o empresa (principal), recurre a otra persona (agente) para la realización de una determinada tarea en su nombre, siendo un requisito imprescindible la delegación de autoridad por el principal a favor del agente para cancelar o modificar contratos frente a terceros, con los mismos efectos que si lo hubiese materializado el acuerdo el principal.

Berle y Means (1932) fueron pioneros en proponer la teoría positiva de la agencia, enfatizando en su trabajo el distanciamiento habitual entre titularidad y gestión de la empresa.

Basada en los sistemas de control y supervisión de los agentes externos hacia los internos, progresó el desarrollo de una teoría positiva del gobierno de empresa, centrada en dar explicación a las relaciones causales entre el grado de concentración de la

---

<sup>10</sup> Equilibrio donde los agentes participantes no pueden mejorar su situación sin menoscabar o perjudicar la utilidad del otro.

<sup>11</sup> Aquel o aquellos que delegan en un agente a prestar un servicio en su nombre, con la misma validez que si lo hiciese el/ellos mismos.

propiedad, salvaguardia al inversor, nivel de discrecionalidad<sup>12</sup> por parte de los directivos o las consecuencias de las decisiones financieras sobre la mayúscula cuestión, generar valor para la empresa.

La teoría de la agencia entiende la empresa como una red de contratos que tiene como piedra angular la ausencia de agentes perfectos, entendiendo estos como aquellos que puedan representar completa y honestamente los intereses del otro, sin perjuicios. La incapacidad, por falta de preparación, de los titulares de la empresa (principales) para dirigir sus caudales y la unificación de decisiones, acarrea la entrega de poderes para su administración en un tercero (agente), quien si cuenta con dicha preparación.

A diferencia de los costes, como se detallará más adelante, y centrada en el diseño de las relaciones contractuales, esta teoría analiza las mismas previamente, es decir, con anterioridad a la firma, siendo el agente individual su punto de referencia en el análisis.

Puesto que el ser humano tiene el egoísmo como condición cuasi unánime y los agentes no iban a ser menos, éstos también se comportan oportunistamente, incurriendo el principal en una serie de costes para mitigar esas distancias y enfocar la toma de decisiones que maximice la utilidad del accionariado. Según Heaton (2002), esta teoría asemeja las actuaciones oportunistas con riesgos de corte moral y costes de agencia.

Con el modelo de agencia presente, se han podido atender nuevas cuestiones como la organización y composición del consejo de administración, estructura y remuneración del equipo directivo o los derechos de los accionistas, huyendo de las propuestas conocidas hasta entonces, casi cegadas por la valoración de inversiones, estructura de capital y política de dividendos, encabezadas por los economistas Modigliani y Miller.

A grandes rasgos, la teoría de la agencia la podemos definir como un sistema de progreso empresarial mediante un sistema de externalización de tareas. Es decir, la persona física o jurídica subcontratada, tendrá validez legal, en las mismas condiciones como si lo hubiera realizado la propia compañía. El objetivo de la subcontratación no es, ni más ni menos, que obtener mejor resultado que si la función la realizase la propia corporación.

### **2.3. Costes de agencia**

La problemática proveniente de las relaciones de agencia se trata como una parte más e indivisible con respecto de la propia existencia de la compañía. Según Jensen y Meckling (1976), los titulares de las empresas no podrán hacer un seguimiento de los movimientos de los *insiders*<sup>13</sup> sin incurrir en algún coste.

---

<sup>12</sup> Capacidad directiva para informar o manipular transacciones para modificar su desempeño económico y contable, con el objetivo de distraer a los stakeholders (Healy y Wahlen, 1999).

<sup>13</sup> Traducido como infiltrados, Jensen y Meckling emplean este término como apelativo a los directivos de las compañías.

La divergencia de intereses entre los protagonistas, provoca la aparición de una serie de costes de agencia, entendidos como el sumatorio de los costes de formalización y seguimiento de los acuerdos contractuales

Según Morgado y Pindado (2003), los costes de agencia nacen por la interacción de dos elementos principalmente: disgregación propietaria y asimetría informativa.

Los costes, a diferencia de la teoría positiva de la agencia, orientan su tratamiento desde un punto de vista posterior a la formalización contractual. La interacción de contratos incompletos con la reconocida tendencia al oportunismo de los humanos, racionalmente limitados, dan como resultado una serie de conflictos contractuales.

Aquellas dificultades surgidas por la divergencia entre los objetivos de accionistas y administradores, son los denominados problemas entre principal y agente. Una empresa incurrirá en costes de agencia, para reducir dichos problemas, cuando los encargados de la gestión de la misma no intenten maximizar el valor de la empresa (en pro de sus propios intereses) y los accionistas deban “malgastar” recursos en el control y vigilancia de sobre sus actos.

Puesto que los titulares de las compañías tienen limitadas capacidades para la óptima dirección de sus actividades comerciales, se ven obligados a encomendar las tareas propias de la gerencia a profesionales. Con el objetivo de acercar los intereses de unos y de otros, el accionariado (principal), deberá asumir una serie de costes que permitan acercar los intereses de unos y de otros.

Siendo unos elementos básicos en la toma de decisiones empresariales, los costes de agencia, provocan imperfecciones de mercado. Su existencia provoca por sí sola la jerarquización en la toma de decisiones que los minimicen, pudiendo realizar políticas sub-óptimas con tal de sortear dichas dificultades.

Los costes de formalización y seguimiento se subdividen en:

- Costes de contratación: Derivados de la evaluación, negociación y formalización del acuerdo contractual, corren a cargo del principal.
- Costes de incentivación: Para que los intereses del agente se acerquen a los del principal, este puede estimular al primero mediante bonus, beneficios sociales, etc...
- Costes de control: Aquellos en los que incurre el principal con motivo de la supervisión del agente.
- Costes de fianza: Se trata del único a cargo del agente y reside en el depósito de una fianza, en concepto de fidelidad, para el correcto cumplimiento contractual.
- Pérdida residual: Para Jensen y Meckling, se trata de una especie de disminución del bienestar, valoradas monetariamente hablando, del principal por la disparidad de intereses con el agente.

Evidentemente, no habría tales costes de agencia si los administradores son, a su vez, los titulares de la empresa. Cuando propiedad y administración se integra en el mismo equipo, no existen conflictos de intereses. Por su parte, el gobierno corporativo<sup>14</sup> intenta mitigar dicho conflicto, con el objetivo de maximizar el valor del accionariado y, por ende, el del resto de participantes

No todos los costes de agencia se pueden eliminar pero se mitigan mediante la realización de técnicas de supervisión de las operaciones realizadas por el administrador, así como la mediación en los supuestos donde se desvíen de los objetivos definidos por los propietarios. Mediante este monitoreo, se reducen los costes de agencia más clarividentes pero, a su vez, lleva un coste asociado llevarlos a cabo. Invertir en control es, inicialmente, favorable para el capital, pero llega un punto donde cada unidad empleada para ejercer dicho control, no compensa el beneficio obtenido por el mismo. Es decir, al igual que el resto de inversiones, la supervisión para reducir los costes de agencia sufre rendimientos decrecientes.

Los principales encargados de realizar dicho seguimiento son:

- Consejo de administración
- Auditores
- Prestamistas
- Accionistas
- Compañías rivales

### **2.4. Relaciones de agencia**

Jensen y Meckling (1976) definen una relación de agencia como aquella interdependencia, registrada contractualmente, donde una o más personas (principal) contratan a otra (agente) para que trabajen a su servicio, conllevando cierto nivel de delegación de responsabilidad en este último. Asimismo, añaden que cada uno de los participantes de dicha relación tiene como objetivo maximizar su utilidad, esperando discrepancias entre los intereses de unos y de otros.

Separar la propiedad y la administración de las empresas, cuando estas son grandes, es una práctica que se antoja necesaria, ya que el accionariado de las compañías está formado por miles de personas, siendo imposible la participación de todos y cada uno de ellos en su administración, delegando así los poderes a los administradores.

No existen dos personas, titulares de acciones, idénticas. Transfiriendo la responsabilidad, en la toma de decisiones empresariales, únicamente puede funcionar si los representados por los mismos, tienen un objetivo supremo común. Por suerte, dicho

---

<sup>14</sup> Mecanismo, tanto intrínseco como extrínseco a la propia compañía, que permite resolver la problemática empresarial por la separación entre propiedad y gestión.

objeto de deseo emana de manera prácticamente innata al inversor: maximización del valor actual.

Hablar de maximización de la riqueza de los accionistas, no implica que haya “carta blanca”, sino que, por legislación<sup>15</sup>, se exige a los gerentes unos códigos y directrices mínimas para evitar la toma de decisiones inmorales, así como la publicación de las medidas adoptadas a fin de obtener una mayor claridad en sus operaciones.

El principal problema de la separación entre administración y propiedad reside en la disonancia de intereses entre ambas partes, pudiendo los agentes de la relación beneficiarse de su posición en la toma de decisiones oportunistas e incorrecto reparto de recursos. Además del hipotético beneficio económico personal en sus medidas, los administradores de las grandes compañías podrían optar por un nivel de trabajo más “caribeño”, evitando decisiones arriesgadas que pongan en peligro su puesto de trabajo, más que plasmar los deseos de grandeza de los accionistas o tan solo la búsqueda de decisiones que maximicen sus propias bonificaciones, pudiendo abandonar proyectos interesantes para los titulares.

Sin embargo, la teoría advierte que los gestores de las compañías tienden a tomar decisiones más arriesgadas, en términos comparativos, a las que adoptarían los titulares de la empresa. Por ejemplo, los administradores incentivados con opciones sobre acciones, correrán más riesgos, puesto que el valor de dicha opción se incrementa con el aumento del riesgo de la compañía. Otro claro ejemplo sería la inexistencia de riesgos adicionales que soportar por el administrador, cuando tuviese que tomar decisiones peligrosas que reviertan una situación negativa de la empresa, salvando el puesto de trabajo en el supuesto de tener éxito su decisión y perdiéndolo en caso contrario.

La separación de propiedad y control sirve como apoyo teórico fundado en las relaciones de agencia entre una y otra parte. Esta relación motiva la aparición de problemas de selección adversa<sup>16</sup> y riesgo moral<sup>17</sup>, como la sustitución de activos, subinversión o free cash flow y, fundamentalmente, se origina por el distanciamiento de intenciones de los agentes, respecto las directrices marcadas por los titulares.

Se trata de un concepto empresarial muy presente, planteando la separación entre propiedad y dirección como alternativa organizativa, de cara a lograr los objetivos marcados por la compañía de la manera más eficiente posible.

Sin embargo, es inevitable pensar que la separación entre propiedad y administración en cualquier ámbito de este entramado de contratos y relaciones tiene, en sí mismo, una serie de desventajas derivadas de la divergencia entre los intereses de los actores, buscando cada uno de ellos su propio interés y la toma de decisiones en

---

<sup>15</sup> Ley 26/2003, de 17 julio. Modifica la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de Diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas -Ley de Transparencia-.

<sup>16</sup> De carácter pre-contractual, se generan dichas situaciones por la posibilidad de emplear información, por parte de uno de los agentes, que afecte al acuerdo alcanzado en el contrato, siendo desconocida por la otra parte.

<sup>17</sup> De carácter post-contractual, hace referencia al comportamiento egoísta y oportunista por una de las partes, buscando el auto beneficio, sin que la otra parte pueda ser conocedor de la situación sin incurrir en costes.

cada momento que maximice su utilidad. Las cuestiones que mayor controversia generan en el mundo empresarial desde la óptica de la teoría de la agencia son los denominados “Problemas de Agencia”.

Asimismo, este tipo de problemas pueden desembocar en la toma de decisiones que impliquen conductas abusivas. Sin embargo, para evitar dichas actuaciones, existen sistemas de buen gobierno<sup>18</sup> para reducir las distancias entre la administración y la cartera del accionariado.

Los costes resultantes del mismo acuerdo, la compensación de los agentes contratados, los intereses dispares de unos y otros o las sanciones que se puedan imponer por el incumplimiento de lo pactado en los contratos, son algunas de las claras desventajas evidenciadas por esta teoría.

Propietarios y directivos se enfrentan a operaciones de riesgo muy dispares en la relación. El accionariado marca una tendencia claramente conservadora, siendo sus objetivos fundamentales la participación y gestión para el control de su capital y la obtención de rentabilidad e incremento del valor de la empresa, coexistiendo este último con la metas de los administradores para beneficiarse de la parte variable definida por objetivos. Por su parte, los encargados de tomar decisiones son grandes jugadores de casino, apostando por oportunidades de inversión más arriesgadas.

La asimetría de información entre ambos y la difícil actuación del agente en la verificación de su actividad frente al principal, complican la interacción de intereses de las partes y, por ende, el criterio decisor que maximice el valor empresarial, dista de la toma de decisiones efectiva.

En este contexto, aparece un tercer actor, el Consejo de Administración<sup>19</sup>. En función del nivel de presión que ejerza este sobre los administradores, la empresa se aproximará más a lo deseado por los accionistas, dejando escapar oportunidades de negocio por su conservadurismo, o bien aprovechando y arriesgando, por partes iguales, las opciones inversionistas que hallasen en sus análisis.

Por otro lado, como principales ventajas de esta separación de poderes reside la posibilidad de cambiar propiedad sin que, por ello, afecte al devenir de la empresa y/o la mejora técnica que supone la contratación de profesionales en la dirección.

---

<sup>18</sup> Véase por ejemplo:

- Orden ECO/3722/2003, de 26 de Diciembre. Informe anual de Gobierno Corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades.
- Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (“Código Unificado de Bueno Gobierno”) de 19 de Mayo de 2006.
- Recomendación de la Comisión (U.E.) de 15 de Febrero de 2005 (2005/162/EC), relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en Bolsa.

<sup>19</sup> Formado por los consejeros, previo nombramiento de los accionistas, el Consejo de Administración guía y supervisa las decisiones de los directivos de la compañía.

## 2.5. Problemas de agencia y asimetría de la información

Partiendo de la ficción que supone disponer el servicio de un agente perfecto, Jensen (1994) aseguró que, de manera gratuita, el agente no toma decisiones inestimables desde la óptica principal, es prácticamente una utopía. En este contexto, se podrán acercar posturas, siempre paralelas, y llegar a un punto de encuentro entre ambos, mediante la incorporación de una serie de incentivos y costes de control para pormenorizar su interesado comportamiento.

La teoría de asimetrías informativas pone de manifiesto que, bajo el yugo del mercado de capitales imperfectos, la información a la que pueda tener acceso cada partícipe en la relación de agencia, se encuentra irregularmente repartida. Los agentes tratarán de beneficiarse de su posición de superioridad informativa, tomando decisiones oportunistas y, por su parte, el principal, procurará de poner énfasis en el reflejo de cláusulas que garanticen el rendimiento de sus inversiones.

Por su parte, las empresas transmiten información al mercado con el objeto de aminorar el “gap” o brecha informativa y que no se aprovechen con posterioridad a la formación contractual, evitando así los denominados problemas de “riesgo moral” (sustitución de activos y subinversión). La teoría de señales se fundamenta en los escenarios posibles donde la parte con más información puede enviar signos a la contraparte para reducir así la brecha entre ellos.

Desde el prisma de irregularidades informativas, se transmite información privada al mercado de capitales y/o se reducen las consecuencias de selección adversa. Cuando un participante dispone de información privilegiada, que la otra parte contratante ignora, esta última deberá asumir los efectos de la selección adversa por su desconocimiento.

George Arthur Akerlof, ganador del Premio Nobel de Economía en 2001 por sus aportaciones en la investigación del efecto de la información asimétrica en los mercados, desarrolló la conocida teoría “The Market for Lemons” o del “Mercado de Cacharros”, haciendo referencia a los coches usados. En ella, Akerlof (1970) demostró que las desigualdades informativas provocan fallos en los mercados y, para ello, empleó el mercado de vehículos de segunda mano para mostrar cómo los vendedores de automóviles de buena calidad intentan transmitir señales de su buena posición a los compradores y estos no son capaces de distinguir entre los “cacharros” y los que están bien, trasladando así el punto de equilibrio de este mercado, donde los vendedores de buenos coches recibirán un importe medio inferior al merecido y aquellos que vendan coches de peor calidad obtendrán mayores rendimientos promediamente hablando. De esta manera, los propietarios de buenos coches a la venta soportarán todo el coste generado por la asimetría informativa o saldrán del mercado por no obtener una oferta que se ajuste a lo que ellos conocen, originándose una caída en el mercado por la venta masiva de coches en malas condiciones.

Por su parte y dejando de lado el mercado de “limones”, las empresas tratan de transmitir informaciones positivas a los participantes de los mercados secundarios para mejorar su valor bursátil. Una “mala” compañía, en teoría, no puede alcanzar importantes niveles de deuda, pues transmitiría al mercado una señal positiva de capacidad y generadora de flujos de tesorería o “cash flows”. Por su parte, la dirección

podrá transmitir información mediante la participación de los mismos en el capital social o por el nivel de “Pay-Out<sup>20</sup>”.

Paralelamente, las PYMES tienen especial tendencia a suscribir deuda con intermediarios para evitar transferir información comprometida a sus competidores más directos, aunque lleve asociado mayor coste. Es decir, el coste monetario adicional gastado en privacidad, les compensa con el flujo informativo que un endeudamiento negociable con el público puede generar. Buscando la maximización de valor, con el fin de mantener la competitividad, la reserva de información es indispensable para el éxito empresarial, sea o no PYME.

La teoría de asimetría informativa asume que los gerentes disponen de información confidencial desconocida, total o parcialmente, por los prestamistas y el accionariado. Esta teoría apunta que la empresa, además de adoptar un determinado patrón para reducir el diferencial informativo, tanto directivos como accionariado, pueden verse beneficiados de esta desigualdad, buscando lograr mayor rentabilidad en detrimento de sus acreedores. Como resultado, el acreedor solo cederá sus ahorros cuando la compañía pueda garantizar su solvencia y respeto a lo pactado en el contrato.

Por ello y con el objetivo de “proteger” a quienes ceden su dinero para obtener algún rédito bajo condiciones de inferioridad informativa, se han publicado códigos de buena conducta como, por ejemplo, el Informe Aldama (2003) o el Código Olivencia (1997). En estos trabajos fomentadores de transparencia y seguridad no faltan, como no podía ser de otra forma, un sinnúmero de buenas prácticas y códigos deontológicos que eviten la apertura y llenado de los bolsillos de algún ilustre personaje, no obstante no dejan de ser recomendaciones e ideas a la ligera que se quedan en papel mojado.

A continuación se detallarán los problemas más comunes de las relaciones más representativas de la teoría de la agencia.

### **2.5.1. Problemas accionistas-directivos.**

Como se ha explicado anteriormente, los humanos son egoístas maximizadores del auto-bienestar y resulta prácticamente una quimera encontrar un agente perfecto que concuerde y cumpla con las directrices definidas por el principal. Son estos últimos, los accionistas, aquellos que soportan mayor riesgo en la relación, puesto que son quienes financian la actividad de la dirección.

Según Azofra y Fernández (1992), las consecuencias de la separación de poderes de este binomio radican en la imposibilidad, por parte de la dirección, de identificarse con los intereses particulares de los propietarios, tanto a priori como a posteriori de la formalización contractual.

Jensen y Meckling (1976) afirman que el problema en esta relación tiene su origen en que los gerentes no se benefician íntegramente de los beneficios por su labor, sino que se reparte con los titulares de la empresa.

Jensen considera que los directivos tienden, naturalmente, al uso indiscreto de flujos de tesorería para conseguir beneficios, en detrimento del beneficio accionarial, mediante la desviación de esfuerzos o recursos. Por ejemplo, cuando una empresa está

---

<sup>20</sup> Parte porcentual de los beneficios que se reserva al reparto de dividendos.

sobrevalorada, los directivos realizan sus tareas por debajo de sus rutas óptimas porque pueden disponer de fondos a bajo coste y derrochar recursos en acciones que no contribuyan al objetivo final, crear valor.

Un claro ejemplo de la problemática surgida en esta relación es el incremento del coste financiero por el aumento de la financiación ajena, con el objetivo de limitar el margen de maniobra, dejando menor espacio libre en tesorería y equivalentes, con los que pudieran realizar algún movimiento oportunista. Así, el accionariado podrá aminorar el flujo de tesorería para eludir estas prácticas, mediante un aumento del “Pay-Out” o del endeudamiento.

Jensen y Meckling (1976) creen que la deuda convertible es el mecanismo por el cual la dirección puede disciplinarse porque los costes de control se aminoran, pues otorga la posibilidad, a los acreedores, de pasar a ser propietarios y, por tanto, incluidos en la repartición de beneficios.

Algunos autores consideran que esta problemática se incrementa cuando se diluye la participación de la gerencia en el capital social y, por el contrario, se reduce cuando esta aumenta, provocando una mejoría en su labor. Si bien es cierto que un elevado nivel de propiedad gerencial puede provocar el denominado “problema de atrincheramiento<sup>21</sup>”, la titularidad directiva unifica intereses económicos y reduce el gasto discrecional, siendo buena aliada para disipar los conflictos surgidos en la relación accionistas-directivos. Israel (1992) concluye que, mientras haya participación gerencial en la titularidad de la empresa, los directivos huirán de adquisiciones hostiles.

Por el contrario, otros teóricos ven la participación del manager en el capital social de la empresa como una intrusión en la propiedad, de la que van a buscar un rédito propio, a instancia de lo que puedan desear los accionistas de base que, por otro lado, no dejan de ser sus jefes.

Otro elemento que afecta a esta relación es la concentración de la propiedad. Uno o varios accionistas que posean gran parte de la titularidad de la compañía, tendrán especial interés como para ejecutar mecanismos de control que preserven su inversión. Por tanto, además de abaratar los costes derivados de una hipotética emisión de títulos, se reducirán los problemas cuando concurra una concentración significativa, derivado del estrechamiento entre propiedad y control.

Paralelamente, aclarar que la deuda formalizada en entidades especializadas, mejoran los mecanismos para sortear estos problemas ya que imponen mayor control y supervisión a las posibles conductas oportunistas de los managers. Dada la inflexibilidad de las entidades bancarias, siempre que la empresa quiera transmitir salud y señas positivas, las compañías acudirán a ellas para formalizarla. Sin embargo, Rajan (1992) establece la presencia de un trade-off<sup>22</sup> entre las obligaciones bancarias, donde la vigilancia ejercida (nunca gratuita) perturba las relaciones entre ambos por el embargo

---

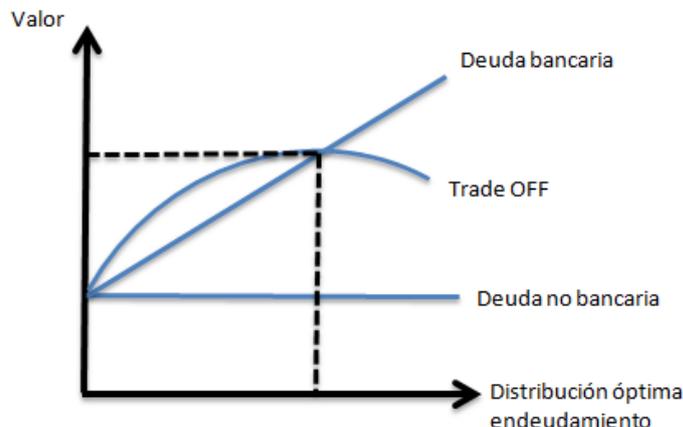
<sup>21</sup> Según el cual, la participación gerencial es positiva sobre la valoración de los títulos hasta un límite, donde el directivo tiende a aislarse y distanciarse de los mecanismos de supervisión y control, viéndose anulado el efecto positivo.

Aislamiento directivo que tiende a destinar los recursos empresariales en su conveniente beneficio. Este movimiento fomenta la contratación de consejeros externos para llevar a cabo la defensa de los intereses del accionariado minoritario.

<sup>22</sup> Se trata de la relación existente, entre dos o más opciones, de carácter sustitutivo.

de capital accionarial. Rajan concluye que, de perdurar a largo plazo, el compromiso bancario se reemplazará por otra más barata, eso sí, sin los beneficios informativos que esta otorga.

**Figura 2.1 La decisión de financiación de acuerdo a la Teoría de la Agencia**



Fuente: Elaboración propia.

Las compañías asumen mayor coste a cambio de mejor posición/imagen en el mercado, hasta un punto donde el intercambio deja de ser útil para la consecución de sus objetivos. Lo que está claro es que no se puede hacer una tortilla sin romper unos huevos.

Según Morgado y Pindado (2003), se trata de una relación ambigua entre los que disponen y arriesgan fondos y quiénes son los encargados de realizar las gestiones. Conocido como problema de evitación del riesgo y tomando como piedra angular la diferencia informativa entre ambos, los managers podrán dirigir la empresa mediante una gestión subendeudada para proteger sus empleos, dejando mayor capacidad tesorera disponible con la emprender gestiones oportunistas.

Rajan y Zingales (1998) afirman que los partícipes del mercado interpretan negativamente las emisiones de capital social. Identifican este movimiento con la incapacidad, por parte de la administración, de cumplir con el endeudamiento previsto, discrecionalidad directiva para el abono de dividendos o, simplemente, es una forma de maquillar ineludibles mermas accionariales. Por el contrario, la emisión de deuda la conciben como un movimiento positivo, obligando al equipo directivo a respetar un guión de pagos periódicos, reduciendo el nivel de free cash flow<sup>23</sup> y, por ende, ligando ambos intereses.

Harris y Raviv (1988) advierten que los gerentes pueden alcanzar un nivel de apalancamiento que suboptimice el capital, motivado por el aumento de su poder sobre el mismo, limitando así las posibilidades de control por parte del accionariado y una posible destitución. En la misma línea, Israel (1992) afirma que los managers podrán maximizar su control mediante el ratio de apalancamiento.

Existe un gran paralelismo entre una dirección eficiente y el precio de las acciones en el mercado. De llevar a cabo una gestión infraoptimizada, el valor de la

<sup>23</sup> Interacción del flujo de tesorería con el contrapuesto de las opciones de inversión (Miguel y Pindado, 2001)

acción se verá perjudicado respecto de aquellas empresas con las que comparta el sector (Manne, 1965).

Es posible que la mayoría de los accionistas minoritarios no hagan personal hincapié por el control de los movimientos de la dirección, pero pueden tener (y de hecho la tienen) especial voluntad en la existencia de un mercado de capitales eficiente, donde se reducen las posibilidades conflictivas entre unos y otros, gracias a la gran competitividad de los agentes que informan al mercado con sus movimientos, como se detallará en el próximo capítulo. Las señales suministradas por un mercado de capital eficiente, son esenciales para la estimación del gobierno empresarial (Fama, 1980).

### **2.5.2. Problema accionistas-acreedores.**

Inevitable y complicada relación la de estos dos actores en el mercado. Ante la necesidad de financiación de un proyecto de inversión, los directivos acudirán a la búsqueda de dicho crédito pero, como se detallará a continuación, con diferentes reglas para cada uno de ellos.

En el caso de concluir exitosamente un proyecto de inversión, los acreedores solo recogerán los beneficios pactados contractualmente y los accionistas se beneficiarán de los beneficios residuales restantes. Por el contrario y dada la responsabilidad limitada del accionariado, en el supuesto de que una inversión fracasase, los prestamistas de fondos serán quienes soporten las consecuencias del mal movimiento, mientras que los accionistas, responderán únicamente hasta lo aportado por cada uno de ellos.

A diferencia de lo visto hasta ahora y derivado de su posición en la relación, serán los accionistas quienes traten de maximizar su riqueza en perjuicio de las expectativas de los acreedores. Este conflicto se origina, en primer lugar, por la tendencia a la inversión suboptimizada por parte de los accionistas y, en segundo, por la inclinación al creciente riesgo de sus inversiones, perjudicando así a los acreedores.

El estímulo empresarial que prioriza un endeudamiento más arriesgado, se trata de un problema de riesgo moral y se le conoce como problema de sustitución de activos (Jensen y Meckling, 1976). La relación entre accionistas y acreedores, a raíz de la desigual responsabilidad, conlleva una distribución asimétrica de los resultados, pues los titulares de las empresas podrán beneficiarse de los réditos ilimitadamente y, por el contrario, las pérdidas están restringidas a su cuota.

Ahora sí, desde el prisma de esta relación, los directivos pelearán por los intereses del accionariado y esto no conlleva otra cosa que no sea la elección de proyectos que lleven asociado mayor riesgo y, por ende, mayores ganancias potenciales. Lógicamente, al final están arriesgando lo mismo. En el otro lado del cuadrilátero se encuentran los acreedores, quienes desearán llevar a cabo inversiones con perfiles bajos y sencillos, que garanticen el retorno de sus fondos. En consecuencia, el accionariado tratará de sustraer valor a los acreedores y el problema de sustitución de activos se materializará mediante la exigencia de unos tipos de interés superiores que se alineen con su nivel de riesgo efectivo, cubriendo así los posibles costes anteriormente descritos.

Paralelamente a la sustitución de activos, el equipo directivo podrá desechar proyectos de inversión beneficiosos y poco arriesgados, si entienden que no se maximiza las utilidades de sus representados, los accionistas. Myers (2001) afirma que existe el problema de subinversión cuando no se garantiza devolver lo adeudado, beneficiándose los accionistas a costa de los acreedores. Los accionistas serán más reticentes a invertir en proyectos sencillos que garanticen el éxito y, por ello, deban repartir el aumento de valor del mercado con los acreedores, incrementando el valor del pasivo y, por tanto, pérdida del precio de las acciones. Es decir, los titulares de las empresas no tienen como intención canalizar riqueza a los acreedores, habiendo pactado inicialmente unas condiciones contractuales y asumiendo, posteriormente, mayor riesgo sin su correspondiente beneficio.

En esta segunda relación se concluye que, con el aumento de la deuda, aparecerán los mencionados problemas de subinversión (huyendo de proyectos positivos) y sustitución de activos (variando el riesgo de la cartera). Lo que está claro es que con el “tira y afloja” de unos y otros, las compañías no se desarrollan al 100% de su capacidad, pareciendo inevitable la aparición de actores oportunistas que veten la profesionalidad y el altruismo, más allá de lo establecido en sus contratos.

# **CAPÍTULO 3**

## ***EL MERCADO COMO MARCO DE VALORACIÓN***



### 3.1. Introducción

Hasta mediados del siglo XX, expertos economistas creían que hacer un seguimiento de distintas variables económicas, era suficiente como para profetizar la evolución de la economía. Hablar de eficiencia de mercados era prácticamente una ofensa. Incluso los expertos más pulcros del orden económico asumían que la perfección teórica era solo eso, pura ciencia ficción.

Tras innumerables análisis, estudios y trabajos empíricos, la hipótesis de los mercados eficientes llegaron para quedarse y como no podía ser de otro modo, tuvo en el mercado de acciones su mejor aliado. Siendo un matemático, Maurice Kendall (1953), quien estudió esa primera suposición y comprobó que los datos que arrojaban los precios de las acciones, no dispensaban tal información como para pronosticar sus variaciones, evolucionando de manera aleatoria en sus observaciones.

Kendall, desplegó un atrevido estudio a la Royal Statistical Society donde se corroboraba la irracionalidad del mercado. Sin embargo, pronto se evidenció que estos movimientos “casuales”, revelaban el correcto funcionamiento del mercado y, por tanto, la eficiencia del mismo. Menos mal que no descubrió el infinito vaticinio del mercado, hubiese obtenidos beneficios eternos para él, claro.

Si las variaciones en precios pasadas pudieran emplearse para augurar la evolución futura, los participantes del mercado podrían obtener rendimientos cómodos pero, sin embargo, cuando un ciclo resulte obviamente invertible, los inversores lo anularán con sus movimientos.

### 3.2. Hipótesis de mercado eficiente

Existe la creencia en el mercado de capitales, más o menos generalizada, de que la evolución histórica tiende a repetirse. Esta afirmación implica que las series temporales de precios disponen, en sí mismas, de información útil para vaticinar valoraciones futuras, sustentada en la repetición regular del intervalo. En la medida que los inversores puedan beneficiarse de la información arrojada por precios pasados, éstos se ajustarán hasta anular la hipotética plusvalía alcanzada por su análisis, anulando el arbitraje cualquier vestigio de beneficio “barato”.

Por ello, la teoría advierte que, en un mercado eficiente, aglutinar ingentes cantidades de información no será de gran ayuda, pues parte de la base de que toda la información valedera ya está en el propio valor objetivo del título.

La eficiencia del mercado está basada en la feroz competencia entre los actores que participan en él, acarreado el equilibrio del precio de los valores continuamente. Es decir, la actividad del mercado, por sí sola, empuja al equilibrio en la paridad rentabilidad/riesgo.

En este contexto, nadie es capaz de obtener mayores (o menores) rendimientos que el coste de capital, ajustando éste al riesgo en cada momento. Los títulos se negocian a su valor fundamental<sup>24</sup> y cuando este difiere del precio, los inversores podrán obtener una rentabilidad, ejecutando la venta si está por encima y la compra en caso de estar por debajo.

Cierto es que, en repetidas ocasiones y bajo la observación de gráficos históricos, el comportamiento de acciones parece seguir unos patrones de comportamiento cíclicos pero que, sin embargo, nunca sabremos si el ciclo se ha completado o son simplemente anomalías derivadas de creencias inversionistas las que provocan dichos movimientos. Por ejemplo, los rendimientos parecen ser mayores en Enero que en otros meses o menores los Lunes que otros días de la semana, entre otros patrones de comportamiento que podríamos tildar de extraños. Aunque íntimamente vinculados con las denominadas “Finanzas conductistas<sup>25</sup>”, estos micro movimientos no inducen a errar, en el largo plazo, la configuración de los precios.

Que se pudieran pronosticar los precios de las acciones, quedaría de manifiesto que la información disponible es incompleta. Por ejemplo, si una acción estuviese sobrevalorada/infravalorada, los inversores se apresurarían a venderla/comprarla rápidamente, con el objetivo de perder lo menos posible o maximizar el beneficio.

La hipótesis del mercado eficiente se basa en que los precios de los valores mobiliarios recogen toda la información públicamente disponible sobre los mismos. Como corolario de esta eficiencia, se puede afirmar que los precios se actualizan rápida e insesgadamente, a cualquier información nueva publicada y, en segundo lugar, las variaciones de los precios en este tipo de mercados, actúan en el tiempo de manera azarosa o indeterminada. Por tanto, con estas premisas, algunos métodos analíticos empleados en este tipo de mercados, se antojan inútiles para su empleo.

---

<sup>24</sup> Aquel que recoge toda la información útil publicada.

<sup>25</sup> Área de las finanzas que estudia las mismas desde un punto de vista psicológico, analizando tanto comportamientos individuales como colectivos en los mercados.

Según Myers (1977), una compañía estará valorada en función de la tasación conjunta de sus proyectos de inversión actuales (assets-in-place) y oportunidades de crecimiento actualizadas. Asimismo, afirma que el precio de los títulos tiene un comportamiento positivo cuando se informa al mercado gastos de capital.

Las condiciones teóricas, generalmente aceptadas e imprescindibles, para la eficiencia del mercado son:

- Inexistencia de costes transaccionales en la comercialización de los valores
- Misma, completa y gratuita información disponible para todos los participantes y en igualdad de condiciones. Es fundamental para incentivar el ahorro a la inversión y que sus precios sean ciertamente objetivos
- Todos los inversores deberán estar en consonancia sobre los efectos, que dicha información, tendrá sobre los precios actuales y futuros de los valores

Con la ausencia de los costes de transacción y de información (dos primeras condiciones), está garantizada la eficiencia del mercado por la intensa competitividad de los inversores. Ambas premisas, asociadas con el tercer condicionante, provocará un ajuste insesgado e inmediato de los precios. Por ejemplo, en el supuesto de ineficiencia de mercado, cualquier tipo de información que pudiese afectar a un valor, la disponga un grupo reducido de inversores se aprovecharán de ella y habrá un periodo de ajuste, mientras más participantes vayan conociendo las nuevas noticias, hasta alcanzar el nivel donde dicha información se equipare al valor del activo.

En consecuencia, el comportamiento fortuito del precio de las acciones, puede explicarse mediante la teoría de mercados de capital eficiente. Sin embargo, es más que evidente que las condiciones necesarias, anteriormente detalladas, se antojan caprichosas para la realidad, pues existen costes, no se dispone de toda la información y, ni mucho menos, los participantes se ponen de acuerdo sobre la influencia de la información sobre los precios de los valores actuales y futuros.

Asimismo, además de los condicionantes necesarios, se pueden enumerar una serie de escenarios que definan y faciliten el correcto funcionamiento del mercado de valores:

- El elenco de valores tendrá que ser lo más extenso posible.
- Al ser títulos al portador, se facilita su liquidez y su capacidad para ser transferidos.
- Se exige cierto volumen de contratación, pues si un partícipe quisiera ejecutar una orden de venta (compra) y no encontrase contrapartida que quisiese comprar (vender), no alcanzaría sus funciones de liquidez e informativa.
- Simplicidad operativa por la homogeneización de las operaciones y sus hilos conductores.

Pese a todas las exigencias y razonamientos teóricos, Fama argumentó la posibilidad de eficiencia en los mercados reales de una manera más amplia:

*“Afortunadamente, estas condiciones son suficientes para que un mercado sea eficiente, pero no necesarias. Por ejemplo, siempre que los que hacen transacciones tengan en cuenta toda la información disponible, incluso los altos costes de transacción que impiden la fluidez de la comercialización, no implican en sí mismos que, cuando las transacciones tengan lugar, los precios no van a –reflejar completamente- toda la información disponible. Igualmente (y hablando, como antes, sin mucha precisión), el mercado será eficiente si –un número suficiente- de inversores tiene acceso fácil a la información disponible. Por otra parte, el desacuerdo entre los inversores en relación con las consecuencias de una determinada información no implica, en sí mismo, la ineficiencia del mercado, a no ser que existan inversores que puedan, de forma consistente, hacer evaluaciones de la información superiores a las que se encuentran implícitamente incluidas en los precios del mercado” (E.F. Fama 1970)*

Es decir, Fama entiende que, a pesar del quebrantamiento real de la hipótesis, el modelo puede, prudentemente, ajustarse a los sucesos empíricamente observados. Se trata de averiguar hasta qué punto, el modelo de los mercados eficientes es, en sí mismo, eficiente, valga la redundancia.

Sería imprescindible el empleo de un modelo de valoración de títulos que atestigüe los precios intrínsecos de los mismos pero, mientras tanto, la hipótesis no se puede contrastar de manera inflexible. En resumidas cuentas, se trata de un mercado perfecto que no alcanza la excelencia.

En este sentido, el propio Fama definió los mercados eficientes como un “juego equitativo/limpio<sup>26</sup>”, donde el precio de los valores negociables reflejasen toda la información disponible y Roberts (1967), por su parte, conceptualizó una clasificación con tres niveles de eficiencia de los mismos, generalmente aceptada:

- Hipótesis débil: Suponen que cada título contempla toda la información contenida en su serie histórica de precios y, por este motivo, no pueden obtener rentabilidades superiores porque los partícipes del mercado habrán aprendido a interpretar las señales, actuando en consecuencia y desechando cualquier análisis de tendencias. Según este nivel, nadie podrá obtener un rendimiento promedio superior o “anómalo” al mercado en base a un análisis técnico<sup>27</sup>, salvo que sea azarosamente o mediante el empleo de información publicada y/o la privilegiada. El efecto “momentum<sup>28</sup>” sería su anomalía más significativa.
- Hipótesis intermedia: Un mercado es eficiente de esta forma cuando los precios de los valores reflejan toda la información pública (pasada, presente y futura) y cuasi instantánea. Si el mercado se ciñe a esta hipótesis, además del técnico, el análisis fundamental<sup>29</sup> sería inútil puesto que la acción ya contendría, en sí

---

<sup>26</sup> Para Fama, que los precios escenifiquen íntegramente la información disponible, asume que la evolución de los mismos será tal que, cualquier especulación sobre su evolución histórica, resulte un juego limpio, es decir, el beneficio esperado sea nulo.

<sup>27</sup> Aquel que, mediante el análisis de gráficas y marcos temporales, trata de prever la evolución del valor, generación de oportunidades y obtener así algún tipo de rendimiento.

<sup>28</sup> Anomalía identificada por Jegadeesh y Titman (1993), donde vieron que las acciones que han subido en los últimos 3 a 12 meses continúan comportándose bien en los siguientes 3 a 12 meses. Esta estrategia pone largos en las acciones ganadoras y cortos en las perdedoras, produciendo una rentabilidad ajustada al riesgo.

<sup>29</sup> Aquel que busca definir el precio objetivo de un valor en concreto, mediante el estudio de las noticias e información publicadas, intentando anticiparse en la predicción de sus variaciones futuras.

misma, su valor intrínseco. En este caso, para poder obtener un rendimiento superior también dependería del azar o, en su caso, de información privilegiada.

- Hipótesis fuerte: Se trata de la versión más estricta, afirmando que los precios de los valores reflejan toda la información, incluida la privilegiada, evitando así la obtención de ganancias extraordinarias. Su hipotética demostración se basaría en la imposibilidad, por parte de los partícipes del mercado, de la obtención prolongada de beneficios, efectivamente anulada por algunos gestores ciertamente profesionales o por su posición en el mercado, depende de cómo se mire. Este nivel de eficiencia, teóricamente, no sería posible por la ilegalidad que supone la utilización de información privilegiada<sup>30</sup> para fines propios, por tratarse de un monopolio informativo.

Estados Unidos, país mucho más intransigente con este tipo de casos, aprobó en 1934 una ley que restringe la negociación a los propietarios, directivos y consejeros, viéndose obligados a informar de sus movimientos a la SEC<sup>31</sup> para evitar o, al menos, reducir así el denominado “insider trading” o uso de información privilegiada.

Considerando las oscilaciones aleatorias de los precios en los mercados de valores, resultaría completamente inútil cualquier artilugio que pronostique rendimientos prolongados en el tiempo por encima del mercado. Bajo esta premisa, no es de extrañar llegar a la siguiente cuestión: ¿Cómo es posible que puedan vivir tantos gurús e intérpretes del “cuento”? sencillamente, es compatible la convivencia de esta teoría con el trabajo metódico de estudio, análisis y apuesta por valores potencialmente rentables.

Por tanto, los inversores profesionales, como no podía ser de otro modo, no son grandes defensores de la eficiencia de los mercados, pues estarían apedreando su propio tejado, quedando en entredicho su labor.

La idea generalizada de que la eficiencia del mercado anula los esfuerzos del inversor está muy extendida pero existen evidencias que justifican la búsqueda de valores infravalorados. Sin embargo, la competencia en el mercado es muy exigente como para que las decisiones sencillas se hayan saturado y el plus que pueda obtener un profesional sea tan escaso que apenas pueda manifestarse. Puede afirmarse que los beneficios superiores son elusivos, no existen aparatos que den la clave para obtener rendimientos ni hay coyunturas arbitrarias.

Para varios autores, el estudio analítico del mercado de valores resulta esencial para la propia eficiencia del mercado:

<sup>30</sup> Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores. Reformado por Ley 37/1998, de 16 de Noviembre. Art. 81 Ley del Mercado de Valores “*Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación (...)*”.

<sup>31</sup> Securities and Exchange Commission: Agencia estadounidense cuyo objetivo es la regulación y el cumplimiento de las leyes imperantes en su mercado de valores

Es paradójico que, por la feroz competencia entre los participantes, los análisis técnicos/fundamentales son imprescindibles para que se cumpla la eficiencia del mercado. Es decir, es necesario que muchos inversores no crean en su eficiencia y que traten de beneficiarse de la misma, ajustando así, automáticamente, a los valores intrínsecos de cada título.

*“Existe una curiosa paradoja. Para que sea cierta la hipótesis (de los mercados eficientes) es necesario que muchos inversores no crean en ella. Esto es, los precios del mercado reflejarán rápida y enteramente todos los acontecimientos conocidos que se refieren a las empresas, solamente si los inversores tratan de conseguir beneficios mayores posibles, se esfuerzan en averiguar de forma competente y consciente hechos que se relacionen con las empresas cuyos valores se cotizan, y analizan las informaciones importantes de forma inmediata y atenta. Si se abandonan estos esfuerzos, la eficiencia del mercado disminuye inmediatamente”* (Lorie y Hamilton, 1973, p. 98)

Esta teoría huye de cualquier mención a la mejora del análisis o interpretación del mercado, afirmando únicamente que los esfuerzos dirigidos a analizar el mercado de valores no resultan en vano, sino que sus aportaciones resultan indispensables para su competitividad.

### **3.3. Los estados financieros y los mercados eficientes**

La eficiencia de los mercados, como ya ha quedado demostrado, implica que los inversores aprovechen las informaciones útiles, siendo los estados financieros<sup>32</sup> de las empresas uno de sus mejores aliados, tanto en el proceso de inversión como a la forma de llevarlo a cabo. La información contenida en ellos, hasta el momento de su publicación, resulta inesperada, reaccionando los inversores tan rápido como les sea posible.

El papel de los estados financieros juega un papel más que notable ya que, diariamente y basados en informes contables, se toman decisiones relevantes a la hora de invertir en valores. Los más suspicaces rechazan el aprovechamiento de este tipo de información por el alto grado de hipotética manipulación existente en ellos, apoyándose en otro tipo de datos como estadísticas inter e intrasectoriales, índices, previsiones oficiales, etc..

Sin embargo, Niederhoffer y Regan (1972) demostraron que las variaciones del valor de los títulos negociados, están íntimamente relacionados con sus resultados contables. En su análisis, concluyeron que el 90% de los títulos con mayores ganancias de capital, obtuvieron aumento de beneficios e, inversamente, solo el 8% de los títulos con mayor registro de pérdidas pudo lograr algún tipo de beneficio.

---

<sup>32</sup> Debiendo reflejar la imagen fiel de la compañía, es la documentación que recoge la situación económico-financiera de la empresa, formada por: balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de evolución del patrimonio neto, estado de flujos de efectivo y memoria.

### 3.4. Las finanzas de conducta o conductistas

La restricción de las ocasiones arbitrarias, abre paso a la vía de las finanzas de conducta, como modo de interpretación de los comportamientos individuales de los partícipes en el mercado. Como esta no va a ser una excepción, la teoría de mercados eficientes no es perfecta y el distanciamiento producido, en ocasiones, entre el valor intrínseco de los títulos y su valor efectivo, hace que esta rama lo justifique mediante la percepción de errores en la apreciación de la “realidad” o sesgos autónomos de cada individuo. Al final es cuestionable, no solamente la racionalidad completa, sino la existencia de ella misma en los humanos.

Los inversores, en su naturaleza de supervivencia, pueden sobrerreaccionar (de hecho lo hacen) en tromba el mercado con sus movimientos ante nuevas noticias, pareceres o creencias que magnifiquen los acontecimientos actuales cuando prevén el movimiento futuro.

Numerosos son los “vacíos”, con menos que más explicación teórica y mucha empírica, que alientan a unos y otros en la defensa de la imperfección de la eficiencia del mercado. No falta razón a aquellos críticos, porque hay alguna de ellas que, lejos de parecer una simple coincidencia, más bien se asemeja a una broma de cuestionable aplicación, como si de títeres y marionetas se trataran a los inversores. Por ejemplo:

- La mayor parte de los incrementos aparecen en los extremos del día.
- Enero es un mes propicio para destinar el ahorro a la inversión, pues hay subidas medias mayores.
- Los lunes promedian rendimientos menores.
- Las plusvalías en los días de luna nueva duplican a los que se obtienen en luna llena.
- Las empresas que comunican sorpresivamente plusvalías, tienen un buen rendimiento hasta dos meses del anuncio. Sabios en la materia la justifican por la interacción entre la ineficacia del mercado y la inexcusable lentitud de aquellos que quieren pegar el “pelotazo” de su vida y han tardado dos meses en pulsar el botón, en fin.

Alejándose de la guasa que generan estas afirmaciones, cuanto menos curiosas, está claro que cuantas más relaciones puedan sacarse, más conclusiones, divertidas al menos, se obtendrán pero difícilmente sostenibles y serias, al menos por ahora, que puedan explicarlo. En mayor o menor proporción, esto demostraría los vaivenes “gratuitos” del mercado en poco espacio de tiempo, como si de un tirachinas se tratara.

Otros estudiosos de la materia consideran que los valores están expuestos a crecimientos especulativos, más o menos controlados por “lobbies<sup>33</sup>” y de los que siempre tienen rendimiento aquellos que quedan atrapados en el exceso de irracionalidad que, una de estas explosiones “controlada”, provoca en la idiosincrasia de estos inversores. También puede ser, y depende de la óptica con la que se mire, estos mismos valores que aumentan impetuosamente, generen optimismo sobre su futuro e inciten la demanda actual, acumulando rendimientos presentes, peligrosamente

---

<sup>33</sup> Grupos de personas, con los mismos objetivos, que tratan de influir sobre las decisiones de la Administración Pública o de empresas.

sostenibles en el futuro pues, al fin y al cabo , son simple ilusiones. En cualquier caso, cuando la distribución de los valores está muy concentrada y gran porcentaje de los títulos están en pocas manos, tienen mayores posibilidades de sufrir agresiones especulativas, conllevando mayor riesgo.

Al final, si una buena parte de los participantes creen en estas anomalías, simplemente se cubren o intentan aprovecharse del vacío que producen, están incentivando la virulencia de estos movimientos en los precios y, por ende, se autoalimenta la leyenda. Se antoja especialmente complicada su corrección natural, pero a largo plazo estos extraños vaivenes los neutraliza el mercado.

A pesar de todo, en un escenario ambiguo como el actual, las expectativas de una organización concreta, difieren en función del individuo que reciba la información, aunque sea la misma. En un mercado eficiente, el precio del título deberá fluctuar aleatoriamente en torno a su valor intrínseco por esta diversidad de estimaciones pero que los mejores inversores aprovecharán inmediatamente, ajustándolo de manera inmediata. Este rápido ajuste tiene para Fama dos claras consecuencias:

- El precio actual del título se ajustará al nuevo valor intrínseco y los inversores continuarán su juego de sobre e infravaloraciones.
- El tiempo de ajuste que transcurre entre las nuevas noticias, es una variable aleatoria independiente. Los partícipes de un mercado con estas características, tienen las mismas posibilidades y la rentabilidad que alguno consiga será como consecuencia del azar.

Por unas cosas u otras, errores sistemáticos o del sistema, exceso de confianza o ausencia de la misma, las finanzas conductistas pueden ayudar a dar explicaciones, vagamente justificables, del por qué de algunos movimientos desbocados en el mercado de valores.

Pese a las interpretaciones individuales, y justificables todas ellas, que puedan darse en los mercados, se puede afirmar, sin miedo a equivocarse, que la eficiencia de los mercados, al menos desde un punto de vista informativo, es clara.

# **CAPÍTULO 4**

## ***LAS DECISIONES DE RECURSOS HUMANOS Y SU EFECTO EN EL VALOR DE LA EMPRESA***



Como se ha esgrimido en el primer capítulo, las decisiones de recursos humanos son uno de los pilares básicos que custodian los objetivos marcados por todas las empresas y, más concretamente, en las grandes corporaciones, donde la partida destinada a cubrir el capital humano es más que destacada. Por ello, su departamento es el encargado del reclutamiento, selección, evaluación y toma de decisiones entre otros, que permitan cumplir con las expectativas del conjunto de la compañía.

En este sentido, el presente capítulo pretende comprobar, mediante el estudio de eventos, si dichas decisiones tienen impacto en el valor de la empresa. Para ello, se analizarán las variaciones en el valor bursátil de seis empresas cotizantes en el mercado continuo, desde comienzos de 2013 hasta Abril de 2018, en base a las medidas tomadas en materia de recursos humanos, agrupando dichas empresas en dos sectores, para comprobar si existen diferencias en sus comportamientos y comparativa sectorial de los mismos, motivando las posibles diferencias si las hubiere.

#### **4.1. Elección de empresas**

A consecuencia de su tamaño, caracterizadas por su gran volumen de negocio y, cómo no, que fuesen cotizantes en el “parque<sup>34</sup>” español donde poder reflejar toda la información disponible y actualizada en sus títulos, los sectores, subsectores y las empresas estudiadas son las siguientes:

---

<sup>34</sup> Coloquialmente, hace referencia al mercado bursátil o lugar físico de la Bolsa.

- A) Sector: Petróleo y Energía:
  - Subsector: Electricidad y Gas
    - Endesa, S.A.
    - Gas Natural SDG, S.A.
    - Iberdrola, S.A.
  
- B) Sector: Bienes de Consumo
  - Subsector: Textil, Vestido y Calzado
    - Adolfo Dominguez, S.A.
    - Dogi International Fabrics, S.A.
    - Industria de Diseño Textil, S.A. “INDITEX”

Descartando el sector bancario por su especificidad y la difícil comparativa con otros sectores por su gran peso en el selectivo, se han escogido los sectores textil y eléctrico por desarrollar su trabajo en parcelas completamente diferentes y que, sin embargo, posean porcentajes similares ( $\approx 10\%$ ) de representación en el mercado continuo.

Antes de comenzar con la parte técnica de la investigación, se considera oportuno realizar una breve descripción de las empresas escogidas:

- Endesa, S.A.

Siendo propiedad en un 70,1% del Grupo Enel, se trata de la empresa líder del sector eléctrico español, segunda empresa en Portugal y operador minoritario en otros mercados. Con sede en Madrid, su cartera de clientes supera los 11 millones y tiene una plantilla de casi 10.000 empleados.

Su principal fuente de negocio gira en torno a la generación, distribución y venta de suministro eléctrico, sin descuidar otras partidas energéticas como, por ejemplo, el gas natural

- Gas Natural SDG, S.A.

Con sede en Madrid, presente en más de 30 países distribuidos por todo el mundo y con más de 15.000 profesionales a su disposición, se dedica a la producción, distribución y comercialización de gas natural y electricidad.

Esta compañía dispone de Universidad Corporativa en la Sierra de Gredos (Campus Puente Nuevo), donde promover la innovación, formar y desarrollar el talento de los profesionales.

- Iberdrola, S.A.

Grupo empresarial, con sede en Bilbao, con más de 28.000 trabajadores, dedicado a la producción, distribución y venta energética. Se trata de la segunda empresa más importante en España en producción eléctrica, encabeza el sector eólico a nivel mundial, suministrando electricidad a más de 100 millones de personas y goza de una posición líder en su compromiso medioambiental.

Esta compañía dispone de Universidad Corporativa en San Agustín de Guadalix (Campus Iberdrola), donde recibir y desarrollar el talento de empresas y profesionales de todo el mundo.

- Adolfo Dominguez, S.A.

Llamada así por el nombre de su creador, comenzó a tener relevancia en la década de los 80, dedicada a producir y comercializar sus líneas de moda y complementos.

Con una plantilla de más de 1.200 empleados, se trata de una marca de moda española, con sede en Orense, que tiene a su disposición más de 300 tiendas de venta directa, la mayoría en España (aproximadamente el 97%).

- Dogi International Fabrics, S.A.

Con casi una decena de marcas y más de 400 trabajadores en la red española, es una empresa española dedicada a la moda íntima, de baño y sport, con presencia en todo el mundo. Sin embargo, a diferencia de las otras, Dogi International Fabrics, S.A., no dispone de locales de venta directa al público, sino que provee a otros almacenes.

Recientemente y con motivo de la creciente oleada de independentismo catalán, la compañía trasladó su sede desde Barcelona a Madrid.

- Industria de Diseño Textil, S.A. “INDITEX”

Con casi 7.500 tiendas y 172.000 empleados, Grupo Inditex S.A., es la multinacional española con mayor presencia internacional.

Siendo la empresa más grande de España en base a su capitalización bursátil y con sede en Arteijo (La Coruña), se presenta como una de las mayores compañías productoras y distribuidoras de moda en el mundo, con ocho marcas distintas: Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterqüe.

## 4.2. Desarrollo metodológico

Con el objetivo de vislumbrar las posibles consecuencias que, una orden del departamento de recursos humanos, pueda tener sobre la valoración de sus títulos, la metodología de este trabajo está basada en el estudio de eventos. Se trata de una técnica investigativa, ampliamente empleada en organizaciones financieras, productivas, logísticas, de publicidad, etc., que trata de describir el proceso de alguna variable,

mediante la recopilación y contrastación de datos, algún fenómeno o hecho a considerar, concluyendo empírica y razonadamente.

Para ello, se ha tomado como referencia la fecha de publicación de los hechos relevantes analizados pues, como se ha detallado en el tercer capítulo, los precios de los activos en un mercado eficiente, contienen toda la información pública disponible.

Para la obtención de registros, dando por hecho que pueden haberse filtrado informaciones y publicado noticias con horas de antelación a la divulgación de la medida, se han tomado datos de los dos días anteriores y posteriores, con el fin de captar con precisión la evolución del título a raíz de la noticia.

En este contexto y paralelamente a los registros reales obtenidos en el estudio de eventos, se han realizado una serie de cálculos para obtener los precios teóricos de los títulos en cada momento, por medio del modelo de valoración de activos CAPM<sup>35</sup>, pudiendo así contrastar los resultados obtenidos con la valoración real de la acción en el mercado.

Bajo un entorno de incertidumbre, el CAPM es uno de los modelos de valoración de activos financieros más empleados, bajo los siguientes supuestos de partida:

- Mercados de capitales perfectos.
- Tipo de interés sin riesgo igual para operaciones activas y pasivas.
- Los participantes del mercado pueden colocarse en cualquier posición (compradores/vendedores) y adquirir ilimitadamente tantos títulos como quiera.
- No existe límite de endeudamiento.
- Los títulos siguen una distribución normal.
- Los inversores buscan maximizar su riqueza al final del periodo.
- Inversores adversos al riesgo con expectativas homogéneas.

El CAPM mide la relación de la rentabilidad esperada de la acción con su riesgo ( $\beta$ ), siendo su fórmula la siguiente:

$$E[R_i] = R_F + [E[R_M] - R_F]\beta_i$$

Donde:

$E[R_i]$ : Esperanza matemática de la rentabilidad de cada título (Endesa, Gas Natural, Iberdrola, Adolfo Domínguez, Dogi o INDITEX)

$R_F$ : Rentabilidad del activo libre de riesgo. Se ha empleado el tipo de interés medio de la deuda pública española a 5 años (0,4%)

$E[R_M]$ : Esperanza matemática de la rentabilidad de la cartera de mercado. En este caso, la cartera de mercado es el IBEX35, tomando la rentabilidad media de este índice para cada año.

---

<sup>35</sup> Del inglés, Capital Asset Pricing Model, se trata de un modelo de valoración de activos financieros, nacido en la década de los 60 gracias a los estudios realizados por William Sharpe, John Lintner y Jan Mossin, con la capacidad de calcular la rentabilidad esperada de un título.

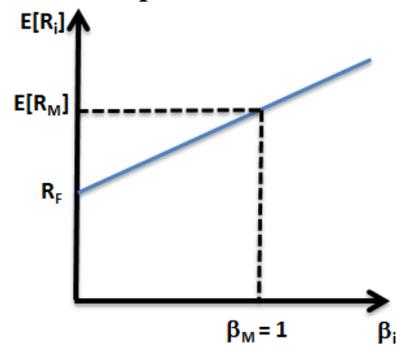
$\beta_i$ : Riesgo sistémico, Beta.

Para la valoración del riesgo, se han empleado las Betas medias para el periodo considerado, extraídas de la página oficial de la Bolsa de Madrid, siendo las siguientes:

- Endesa, S.A. : **-0,12**
- Gas Natural SDG, S.A. : **-0,11**
- Iberdrola, S.A. : **1,01**
- Adolfo Dominguez, S.A. : **0,01**
- Dogi International Fabrics, S.A. : **0,62**
- Industria de Diseño Textil, S.A. “INDITEX” : **-0,08**

Gráficamente, el CAPM se expresa de la siguiente manera:

**Figura 4.1 Representación del CAPM**



Fuente: Elaboración propia.

### 4.3. Obtención y selección de registros

Durante esta etapa se han empleado, principalmente, dos fuentes informativas:

- Comisión Nacional del Mercado de Valores: Mediante la consulta de los registros oficiales de este organismo se han extraído los hechos relevantes implicados con la toma de decisiones del departamento de Recursos Humanos.
- Webs corporativas de cada una de las empresas analizadas: Indagando en las notas de las memorias de sus estados financieros.

Los hechos obtenidos en común para las seis compañías son los siguientes:

- a) **Informe anual de remuneración a consejeros:** En esta publicación se tratan los siguientes puntos:
  - i. Política de remuneraciones de la sociedad para el año en curso

- ii. Política de remuneraciones prevista para ejercicios futuros
  - iii. Resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio cerrado
  - iv. Detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros
- b) **Composición del consejo de administración:** Se abordan temas como nombramientos, dimisiones, designaciones o reelecciones de vocales, secretarios, consejero delegado, vicepresidente o presidente, así como la delimitación de sus funciones.
- c) **Composición de órganos de gestión y control:** Este apartado recoge nombramientos, dimisiones, designaciones o reelecciones de miembros relacionados con los comités de auditorías/control/cumplimiento, así como la delimitación de sus funciones.

Los siguientes hechos relevantes publicados durante el periodo a analizar, no son comunes a todas las compañías:

- a) **Sistemas retributivos:** En este caso, a diferencia del apartado “a”, este hecho recoge los planes retributivos de la plantilla en general, cualesquiera que fuese su rango en la compañía.
- b) **Pactos parasociales o que supongan cambio de control:** Establecimiento de distintas cláusulas, acuerdos y contratos que regulen y limiten las responsabilidades, derechos y obligaciones de los distintos partícipes de la sociedad.

Por último, una serie de hechos particulares para las siguientes empresas:

- Endesa, S.A. :
  - **Nombramiento de Consejero Coordinador**
- Gas Natural SDG, S.A.:
  - **El Consejo de Administración de Gas Natural Sdg, S.A. ha acordado modificar el Código Interno de Conducta en materias relativas a los Mercados de Valores**
  - **Cambio de domicilio social**
- Iberdrola, S.A. :
  - **Reforma parcial del Sistema de gobierno corporativo de la Sociedad**
- Adolfo Dominguez, S.A.

- *La sociedad comunica el inicio de un proceso para la reestructuración de su plantilla*
- *La sociedad comunica que ha alcanzado un nuevo acuerdo con los representantes de los trabajadores*

A continuación se analizarán todos los datos obtenidos, su evolución real, la valoración teórica y la relación subyacente entre ambas.

#### 4.4. Análisis de resultados

Antes de desgranar los resultados, es importante puntualizar que todos los registros obtenidos se valorarán de manera independiente, es decir, se obviará la posible contaminación existente por la concurrencia de dos o más hechos destacables.

**Tabla 4.1.a) Informe anual de remuneración a consejeros**

<b>INFORME ANUAL DE REMUNERACIÓN A CONSEJEROS</b>						
<b>Electricidad y Gas</b>						
<b>Endesa, S.A.</b>		15-04-14	25-02-15	23-02-16	23-02-17	28-02-18
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	26,215	17,000	16,145	19,755	17,675
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	26,340	18,070	16,630	19,970	17,245
	VARIACIÓN REAL (%)	0,477%	6,294%	3,004%	1,088%	-2,433%
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	26,184	16,980	16,126	19,732	17,654
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	+	+	-
<b>Gas Natural SDG, S.A.</b>		07-03-14	20-02-15	05-02-16	10-02-17	16-02-18
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	18,920	20,490	16,820	18,090	18,490
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	19,500	21,250	15,560	18,100	18,340
	VARIACIÓN REAL (%)	3,066%	3,709%	-7,491%	0,055%	-0,811%
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	18,900	20,468	16,802	18,071	18,470
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	-	+	-
<b>Iberdrola, S.A.</b>		21-02-14	20-02-15	26-02-16	24-02-17	23-02-18
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	4,680	5,800	5,870	6,080	5,900
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	4,780	6,100	5,970	6,270	6,170
	VARIACIÓN REAL (%)	2,137%	5,172%	1,704%	3,125%	4,576%
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	4,727	5,859	5,929	6,141	5,960
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	+	+	+

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 4.1.b) Informe anual de remuneración a consejeros**

<b>INFORME ANUAL DE REMUNERACIÓN A CONSEJEROS</b>						
<b>Textil, Vestido y Calzado</b>						
	05-06-14	05-06-15	03-06-16	06-06-17		
<b>Adolfo Dominguez, S.A.</b>	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	5,250	4,380	3,690	4,670	
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	5,280	4,310	3,550	3,960	
	VARIACIÓN REAL (%)	0,571%	-1,598%	-3,794%	-15,203%	
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	5,251	4,381	3,691	4,671	
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	-	-	-	
	16-05-14	30-04-15	02-05-16	28-04-17		
<b>Dogi Intl. Fabrics, S.A.</b>	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	2,635	1,145	0,746	4,595	
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	2,635	1,050	0,765	4,000	
	VARIACIÓN REAL (%)	0,000%	-8,297%	2,547%	-12,949%	
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	2,652	1,152	0,751	4,624	
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	-	-	+	-	
	19-03-14	18-03-15	09-03-16	15-03-17	14-03-18	
<b>Ind. de Diseño Textil, S.A.</b>	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	20,670	28,810	29,690	31,280	24,310
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	21,650	30,210	29,610	31,910	25,870
	VARIACIÓN REAL (%)	4,741%	4,859%	-0,269%	2,014%	6,417%
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	20,654	28,787	29,667	31,256	24,291
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	-	+	+

Fuente: Elaboración propia.

Como puede verse, la publicación de las remuneraciones anuales de los consejeros, tiene buena acogida en el mercado. En concreto, 17 de las 28 veces que se repite, tiene una variación positiva, 10 negativas y 1 nula, teniendo una evolución en su conjunto de 2,71% como muestra la tabla resumen.

**Tabla 4.2 Variación resumen "informe anual de remuneración a consejeros"**

<b>VARIACIÓN RESUMEN "INFORME ANUAL DE REMUNERACIÓN A CONSEJEROS"</b>				
<b>Electricidad y Gas</b>				
Endesa, S.A.	Gas Natural SDG, S.A.	Iberdrola, S.A.	$\Sigma$	
8,430%	-1,472%	16,714%	23,672%	
<b>Textil, Vestido y Calzado</b>				
Adolfo Dominguez, S.A.	Dogi Intl. Fabrics, S.A.	Ind. de Diseño Textil, S.A.	$\Sigma$	
-20,024%	-18,699%	17,762%	-20,961%	
<b>Total</b>			<b>2,711%</b>	

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, desde una perspectiva sectorial la evolución cambia y la mitad de los registros de las empresas manufactureras evolucionan negativamente. El accionariado de las energéticas ha encajado, durante los últimos ejercicios, mucho mejor esta noticia que los del sector textil ya que, el sumatorio de estos últimos alcanza una pérdida de más de 20 puntos negativos y, sin embargo, las eléctricas mejoran, durante el intervalo analizado, un 23'67%.

Por último, reseñar que estas tendencias positivas definen una sobrevaloración de las empresas analizadas respecto de la valoración teórica realizada mediante el CAPM, en más de un 60% de los registros.

**Tabla 4.3.a) Composición del consejo de administración**

<b>COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>									
<b>Electricidad Y Gas</b>									
Endesa, S.A.	2014				2017				
	16-jun.	1-oct.	8-oct.	5-nov.	24-abr.	26-abr.			
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	28,385	31,025	30,995	14,980	21,660	21,985		
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	28,855	30,755	29,535	14,720	21,710	21,635		
	VARIACIÓN REAL (%)	1,656%	-0,870%	-4,710%	-1,736%	0,231%	-1,592%		
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	28,351	30,988	30,958	14,963	21,635	21,959		
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	-	-	-	+	-			
Gas Natural SDG, S.A.					2018				
					6-feb.	22-feb.	6-mar.		
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS					18,830	18,340	18,300	
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS					17,910	19,150	18,560	
	VARIACIÓN REAL (%)					-4,886%	4,417%	1,421%	
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS					18,810	18,320	18,280	
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO					-	+	+		
Iberdrola, S.A.	2013		2014		2015		2016		
	23-abr.	10-abr.	24-jun.	17-feb.	22-jun.	8-abr.	20-dic.		
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	3,780	5,030	5,520	5,850	6,050	5,780	6,000	
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	4,040	4,810	5,590	5,930	6,340	5,870	6,110	
	VARIACIÓN REAL (%)	6,878%	-4,374%	1,268%	1,368%	4,793%	1,557%	1,833%	
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	3,818	5,081	5,576	5,909	6,111	5,838	6,061	
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	-	+	+	+	+	+		

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 4.3.b) Composición del consejo de administración**

<b>COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN</b>									
<b>Textil, Vestido y Calzado</b>									
<b>Adolfo Dominguez, S.A.</b>		2014 27-mar.	2015 5-jun.	14-jul.	2016 14-nov.	24-nov.	2017 21-jul.	16-nov.	1-dic.
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	5,600	4,380	3,240	3,200	3,300	4,950	4,900	5,050
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	5,500	4,310	3,220	3,200	3,280	4,950	4,910	5,150
	VARIACIÓN REAL (%)	-1,786%	-1,598%	-0,617%	0,000%	-0,606%	0,000%	0,204%	1,980%
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	5,601	4,381	3,241	3,201	3,301	4,951	4,901	5,051
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	-	-	-	-	-	-	+	+	
<b>Dogi Intl Fabrics, S.A.</b>		2014 21-mar.	2015 28-jul.	29-jul.	2016 8-abr.	2017 4-may.	30-jun.	13-nov.	
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	2,635	0,700	0,681	0,893	0,740	0,846	3,565	
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	2,635	0,597	0,567	0,929	0,740	0,839	3,400	
	VARIACIÓN REAL (%)	0,000%	-14,714%	-16,740%	4,031%	0,000%	-0,827%	-4,628%	
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	2,633	0,701	0,685	0,899	0,745	0,851	3,587	
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	-	-	+	-	-	-		
<b>Ind. de Diseño Textil, S.A.</b>		2014 11-jun.	2015 10-jun.	10-dic.	2017 15-jun.	14-jun.			
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	21,750	29,640	32,920	28,490	35,790			
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	111,250	29,410	31,420	29,260	35,210			
	VARIACIÓN REAL (%)	411,494%	-0,776%	-4,557%	2,703%	-1,621%			
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	21,733	29,6168	32,8942	28,4677	35,7619			
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	-	-	+	-				

Fuente: Elaboración propia.

En este caso, cuando se ha registrado un movimiento en base a la composición del Consejo de Administración, únicamente en 14 de 35 ocasiones ha variado positivamente, 17 negativamente y 4 se ha mantenido igual. Malas sensaciones las transmitidas por este movimiento.

**Tabla 4.4. Variación resumen "composición del consejo de administración"**

<b>VARIACIÓN RESUMEN "COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN"</b>				
<b>Electricidad y Gas</b>				
Endesa, S.A.	Gas Natural SDG, S.A.	Iberdrola, S.A.		Σ
-7,022%	0,952%	13,324%		7,254%
<b>Textil, Vestido y Calzado</b>				
Adolfo Dominguez, S.A.	Dogi Intl. Fabrics, S.A.	Ind. de Diseño Textil, S.A.		Σ
-2,423%	-32,879%	-4,250%		-39,552%
<b>Total</b>				<b>-32,298%</b>

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar, la mala interpretación del mercado, viene claramente arrastrada por el accionariado del sector textil, perdiendo casi un 40% y este, a su vez, marcado por la caída que tuvo Dogi International Fabrics, S.A. (-32,88%), aumentando

la incertidumbre y volatilidad entre sus titulares. Por su parte, las eléctricas tienen una valoración positiva del movimiento, sumando más de 7 puntos positivos entre todas ellas.

Cabe apuntar que, aproximadamente, el 57% (20 de 35) de los hechos registrados, han provocado la infravaloración de sus títulos con respecto del valor teórico calculado.

Aclarar que, el 11 de Junio de 2014, Inditex S.A. comunicó la composición de su Consejo de Administración y, en el mismo acto, se produjo un desdoblamiento de acciones que, aparentemente y para los cálculos de la presente investigación, provoca una subida de más del 400%, nada más lejos de la realidad. En concreto, en el orden del día de aquella publicación se recogió lo siguiente:

*“Desdoblamiento del número de acciones de la Sociedad mediante la reducción del valor nominal de las acciones de quince céntimos de euro (0,15 €) a tres céntimos de euro (0,03 €) por acción, a razón de cinco acciones nuevas por cada acción antigua, sin variación de la cifra de capital social; consiguiente modificación del artículo 5 de los Estatutos Sociales (en cuanto al número y valor nominal de las acciones integrantes del capital social) y delegación de cuantas facultades sean precisas en el Consejo de Administración, con expresa facultad de sustitución, para la ejecución de este acuerdo”*

En todo caso, ese registro, aunque se recoja en la tabla, no se ha tenido en cuenta para el análisis.

**Tabla 4.5.a) Composición de otros órganos de gestión y control**

		COMPOSICIÓN DE OTROS ÓRGANOS DE GESTIÓN Y CONTROL									
		Electricidad Y Gas									
Endesa, S.A.		2013		2015		2016	2017				
		25-abr.	25-feb.	8-may.	20-oct.	19-sep.	12-may.				
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	16,460	17,000	17,085	19,735	18,665	21,270				
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	17,250	18,070	17,180	19,845	18,790	21,175				
	VARIACIÓN REAL (%)	4,800%	6,294%	0,556%	0,557%	0,670%	-0,447%				
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	16,441	16,980	17,065	19,712	18,643	21,245				
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	+	+	+	-				
Gas Natural SDG, S.A.					2014		2015				
					30-may.	28-nov.	1-dic.	27-mar.			
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS				21,200	22,800	23,000	21,480			
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS				21,370	22,600	22,990	20,920			
	VARIACIÓN REAL (%)				0,802%	-0,877%	-0,043%	-2,607%			
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS				21,177	22,775	22,975	21,457			
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO				+	-	+	-			
Iberdrola, S.A.		2013	2014	2015	2016	2017	2018				
		23-jul.	29-abr.	24-jun.	22-jul.	17-feb.	27-mar.	8-abr.	26-abr.	31-mar.	13-abr.
	COTIZACIÓN REAL-2DÍAS	3,900	4,920	5,520	5,400	5,850	6,100	5,780	6,130	6,610	6,130
	COTIZACIÓN REAL+2DÍAS	4,030	5,080	5,590	5,620	5,930	6,000	5,870	6,280	6,660	6,270
	VARIACIÓN REAL (%)	3,333%	3,252%	1,268%	4,074%	1,368%	-1,639%	1,557%	2,447%	0,756%	2,284%
		VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	3,939	4,970	5,576	5,455	5,909	6,162	5,838	6,192	6,677
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 4.5.b) Composición de otros órganos de gestión y control**

COMPOSICIÓN DE OTROS ÓRGANOS DE GESTIÓN Y CONTROL					
Textil, Vestido y Calzado					
Adolfo Dominguez, S.A.		2017	2018		
		13-oct.	31-jul.	11-ene.	
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	3,510	5,050	5,860	
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	4,060	5,050	5,640	
	VARIACIÓN REAL (%)	15,670%	0,000%	-3,754%	
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	3,511	5,051	5,861	
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	-	-	
Dogi Intl. Fabrics, S.A.		2014	2016	2017	
		30-abr.	11-feb.	27-oct.	28-abr.
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	2,635	0,699	2,126	4,595
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	2,635	0,685	2,670	4,000
	VARIACIÓN REAL (%)	0,000%	-2,003%	25,588%	-12,949%
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	2,652	0,704	2,139	4,624
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	-	-	+	-
Ind.de Diseño Textil, S.A.		2013	2014	2015	2016
		11-dic.	15-jul.	14-jul.	19-jul.
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	23,190	22,090	29,670	30,730
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	110,950	110,450	31,090	30,750
	VARIACIÓN REAL (%)	378,44%	400,00%	4,786%	0,065%
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	23,172	22,073	29,647	30,706
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	+	+

Fuente: Elaboración propia.

En este caso, 19 de las 29 veces que se registra la información sobre la composición de los órganos de gestión y control son evoluciones positivas, 8 negativas y 2 neutras. Este movimiento, en líneas generales, es apreciado por los participantes del mercado de valores.

**Tabla 4.6. Variación resumen "composición de otros órganos de gestión y control"**  
VARIACIÓN RESUMEN "COMPOSICIÓN DE OTROS ÓRGANOS DE GESTIÓN Y CONTROL"

Electricidad y Gas			
Endesa, S.A.	Gas Natural SDG, S.A.	Iberdrola, S.A.	Σ
12,430%	-2,726%	18,700%	28,404%
Textil, Vestido y Calzado			
Adolfo Dominguez, S.A.	Dogi Intl. Fabrics, S.A.	Ind. de Diseño Textil, S.A.	Σ
11,915%	10,636%	4,851%	27,403%
Total			55,807%

Fuente: Elaboración propia.

Con subidas similares en los dos sectores, en el cuadro resumen se puede comprobar que ha tenido una magnífica acogida en el mercado, en torno al 28% en ambos casos.

Por último, advertir que esta especie de euforia provoca una sobrevaloración de los activos en más del 61% de los casos.

Igual que en el apartado anterior, los días 11 de Diciembre de 2013 y 15 de Julio de 2014, Inditex S.A. comunicó, además de la composición de otros órganos de gestión y control, un desdoblamiento de acciones que, para los cálculos de la presente investigación, provoca una subida irreal, en torno al 400%. Una vez más y para evitar desvirtuar el análisis, los dos registros referidos han sido omitidos.

Una vez vistos los registros encontrados en todas las compañías analizadas, los siguientes hechos relevantes publicados durante el periodo, no son comunes a todas las compañías:

**Tabla 4.7. Sistemas retributivos**

		14-03-16	26-04-16	23-04-18			
Endesa, S.A.	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	16,645	17,795	18,605			
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	17,360	18,300	19,030			
	VARIACIÓN REAL (%)	4,119%	2,760%	2,233%			
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	16,626	17,774	18,583			
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	+			
		24-04-13	19-02-14	19-05-17	14-03-18		
Gas Natural SDG, S.A.	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	14,770	18,670	21,650	19,000		
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	15,750	18,750	21,970	18,830		
	VARIACIÓN REAL (%)	6,635%	0,428%	1,478%	-0,895%		
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	14,754	18,650	21,627	18,980		
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	+	-		
		29-01-13	19-11-13	21-02-14	28-03-14	23-02-16	21-02-17
Iberdrola, S.A.	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	4,120	4,720	4,680	4,950	6,010	6,020
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	3,970	4,700	4,780	5,080	5,930	6,240
	VARIACIÓN REAL (%)	-3,641%	-0,424%	2,137%	2,626%	-1,331%	3,654%
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	4,162	4,768	4,727	5,000	6,071	6,081
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	-	-	+	+	-	+
		16-07-13	19-07-16				
Ind.de Diseño Textil, S.A.	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	97,500	30,730				
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	98,590	30,750				
	VARIACIÓN REAL (%)	1,118%	0,065%				
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	97,423	30,706				
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+				

Fuente: Elaboración propia.

Gran aceptación también de los cambios en los sistemas retributivos. Solamente el 26,66% de las veces ha tenido un descenso en su valoración bursátil.

**Tabla 4.8. Variación resumen “sistemas retributivos”**

VARIACIÓN RESUMEN "SISTEMAS RETRIBUTIVOS"			
Endesa, S.A.	Gas Natural SDG, S.A.	Iberdrola, S.A.	Σ
9,112%	7,647%	3,022%	19,780%
Industria de Diseño Textil, S.A.			Σ
1,183%			1,183%
<b>Total</b>			<b>20,963%</b>

Fuente: Elaboración propia.

A consecuencia de este positivismo, todas las empresas analizadas han obtenido sumatorios favorables entre el cálculo anterior y posterior a la publicación de la acción. Como resultado, 11 de las 15 veces registradas, las compañías han quedado sobrevaloradas en el mercado.

**Tabla 4.9. Pactos parasociales o que supongan cambios de control**

PACTOS PARASOCIALES O QUE SUPONGAN CAMBIOS DE CONTROL				
Gas Natural SDG, S.A.		12-09-16		
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	19,230		
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	18,330		
	VARIACIÓN REAL (%)	-4,680%		
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	19,209		
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	-		
Iberdrola, S.A.		17-06-16		
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	5,720		
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	5,970		
	VARIACIÓN REAL (%)	4,371%		
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	5,778		
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+		
Dogi Intl. Fabrics, S.A.		07-09-17	02-08-17	07-07-14
	COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	0,811	3,920	3,824
	COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	0,762	3,901	3,900
	VARIACIÓN REAL (%)	-6,042%	-0,485%	1,987%
	VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	0,816	3,944	3,848
	DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	-	-	+

Fuente: Elaboración propia.

En este caso, los participantes han pecado de pesimistas y han trasladado dicha postura al mercado. En concreto, el 60% de las veces han considerado perjudicial el efecto de estos pactos, dejando infravalorados los títulos en el mismo momento de la publicación.

**Tabla 4.10. Variación resumen “pactos parasociales o que supongan cambio de control”**

VARIACIÓN RESUMEN "PACTOS PARASOCIALES O QUE SUPONGAN CAMBIO DE CONTROL"		
Gas Natural SDG, S.A.	Iberdrola, S.A.	Σ
-4,680%	4,371%	<b>-0,310%</b>
Dogi International Fabrics, S.A.		Σ
-4,539%		<b>-4,539%</b>
<b>Total</b>		<b>-4,849%</b>

Fuente: Elaboración propia.

Respecto a la comparativa sectorial, a pesar de coincidir en el signo, se puede observar como el mercado textil, representado por Dogi International Fabrics, S.A., es mucho más aprensivo que el de las eléctricas.

Por último, una serie de publicaciones exclusivas para las siguientes empresas:

**Tabla 4.11. Hechos relevantes Endesa**


Nombramiento Consejero Coordinador	
	<b>18-03-15</b>
COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	17,820
COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	18,110
VARIACIÓN REAL (%)	<b>1,627%</b>
VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	17,799
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	<b>+</b>

Fuente: Elaboración propia.

El nombramiento del nuevo Consejero Coordinador de Endesa S.A. ha sido interpretado como algo positivo por los partícipes del mercado, dejando el título sobrevalorado según los cálculos realizados con el CAPM.

**Tabla 4.12. Hechos relevantes Gas Natural**

gasNatural	
<b>El Consejo de Administración acuerda modificar el Código Interno de Conducta en materias relativas al Mercado de los Valores</b>	
	<b>27-06-14</b>
COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	23,060
COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	22,430
VARIACIÓN REAL (%)	<b>-2,809%</b>
VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	23,035
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	-
<b>Cambio de domicilio social</b>	
	<b>06-10-17</b>
COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	20,010
COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	21,120
VARIACIÓN REAL (%)	<b>5,547%</b>
VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	19,989
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+

Fuente: Elaboración propia.

En este caso, el traslado de domicilio social a Madrid, tras el referéndum realizado el 1 de Octubre de 2017 en Cataluña, ha sido bien recibido por el conjunto de los inversores, aumentando su capitalización bursátil en más de 5 puntos que, sin embargo, perderían en días sucesivos por la neutralización del efecto sobrevalorado.

Por otro lado, la modificación del Código Interno fue asumido como algo negativo entre los socios de Gas Natural SDG, S.A..

**Tabla 4.13. Hechos relevantes Iberdrola**

IBERDROLA				
<b>Reforma parcial del sistema de gobierno corporativo de la sociedad</b>				
	<b>20-10-15</b>	<b>15-12-15</b>	<b>21-06-16</b>	<b>19-07-16</b>
COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	6,240	6,490	5,810	5,970
COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	6,390	6,580	6,000	6,140
VARIACIÓN REAL (%)	<b>2,404%</b>	<b>1,387%</b>	<b>3,270%</b>	<b>2,848%</b>
VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	6,303	6,556	5,869	6,030
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	+	+	+	+

Fuente: Elaboración propia.

En apenas un año, Iberdrola S.A., reformó parcialmente su sistema de gobierno y todas las ocasiones fueron merecedoras de un aumento sustancial en su valoración, siendo sobrevaloradas una vez más por el efecto informativo.

Tabla 4.14. Hechos relevantes Adolfo Dominguez

<b>ADOLFO DOMINGUEZ</b>	
<b>La sociedad comunica el inicio de un proceso para la reestructuración de su plantilla</b>	
	<b>13-05-15</b>
COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	4,560
COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	4,490
VARIACIÓN REAL (%)	<b>-1,535%</b>
VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	4,561
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	-
<b>La sociedad comunica nuevo acuerdo alcanzado con los representantes de los trabajadores</b>	
	<b>21-02-13</b>
COTIZACIÓN REAL -2 DÍAS	4,590
COTIZACIÓN REAL +2 DÍAS	4,390
VARIACIÓN REAL (%)	<b>-4,357%</b>
VALOR TEÓRICO +2 DÍAS	4,491
DIFERENCIA REAL-TEÓRICO	-

Fuente: Elaboración propia.

Sendas interpretaciones negativas por la reestructuración de la plantilla de Adolfo Dominguez S.A., siendo buen momento para la adquisición de un paquete de acciones de la compañía por su infravaloración.



## CONCLUSIONES

Finalizada la recogida y análisis de resultados, cabe recordar que el objetivo de esta investigación ha sido analizar las consecuencias que tienen las decisiones tomadas por el departamento de recursos humanos sobre el valor bursátil de sus títulos. En este contexto, se han extraído registros de seis empresas distintas del mercado continuo, pertenecientes a dos sectores dispares, para definir el impacto de las publicaciones sobre cada una de ellas, sus relaciones existentes y las posibles diferencias sectoriales.

Aunque todas las empresas hayan mejorado sus capitalizaciones bursátiles durante el periodo analizado, prácticamente la mitad de los registros han sido negativos, dando credibilidad a la hipótesis de eficiencia del mercado, al menos desde el punto de vista informativo. Integrando los resultados de unos y otros, en comparación con la evolución del valor de las acciones durante todo el periodo analizado, se puede afirmar que las publicaciones provenientes del departamento de recursos humanos desaceleran la evolución ascendente de los títulos.

Es importante relativizar la evaluación de los resultados y sus trascendencias por las diferencias existentes en el volumen de negociación de unos títulos u otros. Por ejemplo, los “chicharros<sup>36</sup>” están expuestos a especulaciones mayúsculas y sus oscilaciones, por simples rumores, pueden ser anormales. En el caso de Dogi International Fabrics, S.A., el año 2016 aumentó su capitalización aproximadamente un 500%, pudiendo desvirtuar los resultados de la investigación.

Dejando a un lado la desproporcionada subida de Dogi International Fabrics, S.A. y las posibles distorsiones generadas en los mercados, el análisis comparativo entre ambos sectores ha evidenciado las buenas sensaciones del sector eléctrico, al menos bajo estas publicaciones, pues obtienen valoraciones positivas en el sumatorio de casi

---

<sup>36</sup> Así es como se conocen, coloquialmente, los valores de capitalización baja y alto riesgo en el mercado.

todos sus registros. Por su parte, las publicaciones en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las empresas textiles, no han corrido esa suerte y su balance final es negativo. La evolución del periodo analizado de las eléctricas es significativamente más valiosa y cabe la posibilidad de entender que quizá sea el mejor momento de invertir en aquellos valores textiles “infravalorados” o deshacer posiciones con jugosas plusvalías en las eléctricas, anticipándose a una temprana caída por la asumida sobrevaloración.

Por tanto, limitándose a la interpretación de resultados, se puede afirmar que los departamentos de recursos humanos de las eléctricas han convergido, en un mayor número de ocasiones, con lo esperado por los titulares de sus empresas. Con el objetivo de profundizar con mayor certeza esta afirmación, se deberían analizar periodos más amplios, con mayor número de empresas y distintos mercados, evitando así sesgos cíclicos o del sistema.

Por su parte, Iberdrola, S.A. es el valor con mejor impacto ante la publicación de sus políticas de recursos humanos. Casualidad o no, es la eléctrica que goza con mejor posición respecto a los compromisos medioambientales adquiridos. En la cara opuesta y pese a su extraordinaria subida en 2016, se encuentra Dogi International Fabrics, S.A., entrando en pánico, vendiendo anticipadamente e infravalorando los títulos, ante la mayoría de publicaciones de la compañía en esta área.

El cambio de domicilio social, derivado del incremento del nacionalismo catalán, provocó importantes subidas en aquellos valores que tomaron la decisión de marcharse, sobrevalorando el título como es el caso de Gas Natural SDG, S.A.. Con el tiempo, ha quedado demostrado que son espejismos, dejando atrás ilusiones de una mejoría en la empresa, si es que eso es lo que se premia. Evidentemente, eso ya no importa, son movimientos especuladores que la eficiencia del mercado corrige a largo plazo.

Opuestamente, aquellas compañías azotadas por la concatenación de sucesos o interpretaciones negativas del mercado, pueden ser objeto de subidas prolongadas si es que así lo deciden unos cuantos, no por el devenir en el desarrollo económico de la misma, sino porque interese.

Al margen de los movimientos provocados por las publicaciones registradas, los mercados financieros parecen comportarse eficientemente desde el prisma informativo, aunque es importante advertir numerosas y significativas irregularidades en el mercado, que pueden ser simples anomalías del mismo, como se ha explicado en el tercer capítulo, o bien el manejo de hilos en otras esferas a las que la mayoría de los mortales no tienen acceso. Lo que sí que parece claro es que los movimientos cíclicos favorecen extensamente a muy pocos bolsillos y lastran los de la mayoría de participantes.

Los intereses de unos y de otros, todos ocultos, parecen ser el hilo conductor por el que fluye el desarrollo de las organizaciones. La Teoría de la Agencia teoriza y describe las relaciones e intereses de los partícipes pero realmente muy pocos son los que conocen realmente el entramado y las brechas donde la usura y el oportunismo se adueñan.

Es importante advertir que, en consonancia con los resultados y durante el periodo analizado, el IBEX35 se ha revalorizado aproximadamente un 20%. Quizá este

incremento haya venido predefinido por la contaminación de la gran depresión de 2008, plasmándose comportamientos genéricamente más generosos de los que cabría esperar en otras épocas, al final solo podía mejorar la situación, se supuso. Ha sido un periodo en el que la remuneración obtenida por los ahorros ha estado definida por rondar el 0%, prácticamente dando gracias de no ser prestamista y deudor de los intereses generados por el mismo. Con un Euribor negativo, en mínimos históricos, se fomenta el endeudamiento y la inversión, destinando al mercado secundario mayor parte de la que se tenía prevista o presupuestada, con el objetivo de sacar cierto rédito, inexistente en el otro lado, como prestamista de fondos, o simplemente aprovecharse de las horas bajas del mercado e intentar posicionarse para cuando mejoren estas.

A la vista de los resultados y por la falta de unanimidad en la evolución de los registros, es complicado afirmar con rotundidad cualquier línea teórica, debiéndose llevar a cabo una tesis con mayor profundidad para identificar posibles discrepancias entre los impactos de unos y otros. Resultaría interesante avanzar la línea de investigación, incorporando otros sectores y mercados, profundizando para demostrar hechos causales y no casuales.

Sin embargo, en línea con lo argumentado en el trabajo, de encontrarse la cuestión clave que incentive la inversión en un lado o en otro, finalmente esta sería por decreto, subiendo su capitalización bursátil si todos creen que es bueno, como no. A pesar de estos posibles vaticinios, cabe recordar que la eficiencia del mercado es mucho más potente y pondrá en su sitio aquellos valores que se salgan de sus límites intrínsecos.

Con dinero de por medio, cada jugador juega sus cartas como quiere e intentará echar un vistazo a las del jugador de abajo, pues el de arriba se asume que tendrá dicha facultad sobre él. Lo importante para muchos partícipes del mercado no es que su empresa lo haga bien, cumpla con los cánones legales establecidos, forme a los trabajadores, abone puntualmente salarios dignos o respete las condiciones medioambientales, que va, sino cuánto pueden ganar por formar parte de esa organización, que en muchos casos no saben ni a qué se dedican. El pasado puede ser la mejor herramienta para predecir que los ciclos bursátiles suelen ser más veloces que los económicos, confirmando lo que está por venir en momentos de euforia o de pánico desmedido, afectando claramente a los ciclos económicos y las decisiones tomadas por todos los agentes para mitigar sus consecuencias, personales y colectivas. El mercado es un nido de especuladores y las empresas forman parte de la dieta de sus inquilinos, parásitos en su gran mayoría, que viven de ingenuidades de otros inocentes que les gustaría ser como los primeros, son su espejo donde mirarse. Todo es relativo y una decisión acertada, puede dejar de serlo en muy poco tiempo por la masificación de la misma o por las influencias de colectivos que estarán al acecho para beneficiarse de la errónea y manipulada interpretación a la que aquellos inocentes consiguieron llegar “solos”.

Las publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores no hacen más que alimentar los dimes y diretes de lo que, única y exclusivamente, todos saben, dicen que saben o creen que saben, no se sabe, valga la redundancia. Como dijo un día un reconocido especulador en bolsa, André Kostolany, “lo que en la bolsa saben todos, no me interesa”



**BIBLIOGRAFÍA**

- ADSERÁ, X. y P. VIÑOLAS (2003):** *Principios de valoración de empresas*. Deusto, Bilbao.
- AKERLOF, G. (1970):** "The market of "lemons": quality and the market mechanism". *Quarterly Journal of Economics*, 3, 84: 488-500.
- ALBIZU, E. y J. LANDETA (2001):** *Dirección estratégica de los recursos humanos*. Pirámide, Madrid.
- ANDRÉS, P., F. LÓPEZ, J. RODRÍGUEZ y E. VALLELADO (2005):** "Determinants of Bank Debt in a Continental Financial System: Evidence from Spanish Companies". *Financial Review*, 3, 40: 305-333.
- ANDRÉS, P., V. AZOFRA y J. RODRÍGUEZ (2000):** "Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español". *Investigaciones Económicas*, 3, 24: 641-679.
- ARELLANO, M. y O. BOVER (1990):** "La econometría de datos de panel". *Investigaciones Económicas*, 1,14: 3-45.
- ARIZA, J. A., A. C. MORALES y E. MORALES (2004):** *Dirección y administración integrada de personas: fundamentos, procesos y técnicas en práctica*. McGraw-Hill Interamericana, Madrid.
- AZOFRA, V. (2005):** "Acerca de una nota crítica sobre la investigación actual en finanzas". *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 24: 121-150.
- AZOFRA, V. (2012):** "Pasado y presente de las finanzas corporativas". *Revista de Contabilidad y Dirección*, 15: 135-166.
- AZOFRA, V. y A. FERNÁNDEZ (1990):** "Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM Teorías y realidades". *Papeles de Economía Española*, 78-79: 122-144.
- AZOFRA, V. y A. FERNÁNDEZ (1992):** "Evolución reciente de la moderna teoría financiera". *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, 7: 111-126.
- BECKER, B.E., M. A. HUSELID y V. ULRICH (2001):** *El cuadro de mando de RRHH: Vinculando las personas, la estrategia y el rendimiento de la empresa*. Gestión 2000, Barcelona.
- BERLE, A. y G. MEANS (1932):** *The modern corporation and private property*. Macmillan, Nueva York.
- BODIE, Z., A. KANE y A. J. MARCUS (2004):** *Principios de inversiones*. McGraw-Hill, Madrid.

- BONACHE, J. y A. CABRERA (Eds.). (2004):** *Dirección Estratégica de Personas: evidencias y perspectivas para el siglo XXI*. Prentice Hall Iberia, Madrid.
- BREALEY, R. A., S. C. MYERS, A. J. MARCUS y P. MATEOS-APARICIO (2010):** *Finanzas Corporativas*. McGraw-Hill, Madrid.
- BREALEY, R. A., S.C. MYERS y F. ALLEN (2015):** *Principios de finanzas corporativas*. McGraw-Hill, México.
- CASASOLA, M. y J. TRIBÓ (2002):** ``Deuda bancaria y deuda negociable: Un estudio para las empresas manufacturas españolas``. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 121, 33: 465-497.
- CHIAVENATO, I. (2011):** *Administración de Recursos Humanos: el capital humano de las organizaciones*. McGraw-Hill, Rio de Janeiro.
- CUERVO, A. (1988):** *La crisis bancaria en España, 1977-1985: Causas, sistemas de tratamiento y costes*. Ariel, Barcelona.
- CUÑAT, V. (1999):** ``Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas``. *Investigaciones Económicas*, 3, 23: 351-392.
- DE LA CALLE, M. C. y M. ORTIZ (2014):** *Fundamentos de Recursos Humanos*. Pearson, Madrid.
- DELGADO, M. (2003):** *Factores determinantes de la discrecionalidad contable: una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas*. Universidad de Burgos, España.
- DELGADO, M. I., L. GÓMEZ, A. M. ROMERO y E. VÁZQUEZ (2006):** *Gestión de recursos humanos: del análisis teórico a la solución práctica*. Pearson Educación, Madrid.
- DIEZ, E., J. L. GALAN. y E. MARTIN (1996):** *I. Introducción a la Economía de la Empresa*. Pirámide, Madrid.
- DOLAN, S. L., R. VALLE, S. E. JACKSON y R. S. SCHULER (2003):** *La gestión de los recursos humanos: cómo atraer, retener y desarrollar con éxito el capital humano en tiempos de transformación*. McGraw- Hill, Madrid.
- DOLAN, S. L., R. VALLE, S. E. JACKSON y R. S. SCHULER (2003):** *La gestión de los recursos humanos: preparando profesionales para el siglo XXI*. McGraw-Hill, Madrid.
- EDWARDS, J. (1988):** ``Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa I``. *ICE-Revista de Economía*, 2144: 2827-2830.
- EDWARDS, J. (1988):** ``Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa II``. *ICE-Revista de Economía*, 2145: 2931-2935.

- FAMA, E. (1980):** ``Agency problems and the theory of the firm``. *Journal of Political Economy*, 2, 88: 288-307.
- FERNÁNDEZ, A. I. y M. GARCÍA (1992):** *Las decisiones financieras de la empresa*. Ariel, Barcelona.
- FERNÁNDEZ, G., J. C. CUBEIRO y M. M. DALZIEL (coords.). (1996):** *Las competencias: clave para una gestión integrada de recursos humanos*. Deusto, Bilbao.
- FLANNERY, M. (1986):** ``Asymmetric information and risky debt maturity choice``. *Journal of Finance*, 1, 41: 29-38.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2005):** ``Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas``. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 24: 105-120.
- GÓMEZ-MEJÍA, L. R., D. B. BALKIN y R. CARDY (2001):** *Dirección y Gestión de Recursos Humanos*. Pearson Educación, Madrid.
- GÓMEZ-MEJÍA, L. R., D. B. BALKIN, y R. CARDY (2001):** *Gestión de Recursos Humanos*. Prentice-Hall, Madrid.
- HARRIS, M. y A. RAVIV (1988):** ``Corporate control contest and capital structure``. *Journal of Financial Economics*, 20: 55-86.
- HARRIS, M. y A. RAVIV (1990):** ``Capital structure and the informational role of debt``. *Journal of Financial Economics*, 2, 45: 321-349.
- HEALY, P. y J. WAHLEN (1999):** ``A review of the earnings management literature and its implications for standard setting``. *Accounting horizons*, 13, 13: 365-383.
- HEATON, J. (2002):** ``Managerial optimism and corporate finance``. *Financial Management*, Summer: 33-45.
- Informe Aldama. Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas**, Madrid, Comisión Especial para la Transparencia y Seguridad de los Mercados Financieros y Sociedades Cotizadas (2003).
- Informe Olivencia. El Gobierno de las Sociedades Cotizadas – Código de Buen Gobierno**. Madrid, Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (1998).
- ISRAEL, R. (1992):** ``Capital and ownership structures, and the market for corporate control``. *Review of Financial Studies*, 2, 5: 181-198.
- JENSEN, M. (1994):** ``Self-interest, altruism, incentives, and agency theory``. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2, 7.

- JENSEN, M. y W. MECKLING (1976):** ``Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure''. *Journal of Financial Economics*, 4, 3: 305-360.
- KOSKELA, E. y R. STENBACKA (2004):** ``Agency cost of debt and credit market imperfections: A bargaining approach''. *Bulletin of Economic Research*, 4, 6: 365-377.
- LEFORT, F. (2003):** ``Gobierno corporativo: ¿Qué es? ¿Cómo andamos por casa?'' *Cuadernos de Economía*, 120: 207-237.
- LELAND, H. y D. PYLE (1977):** ``Information asymmetric, financial structure, and financial intermediation''. *Journal of Finance*, 32: 371-388.
- MANNE, H. (1965):** ``Mergers and the market of corporate control''. *Journal of Political Economy*, 73: 110-120.
- MENÉNDEZ, S. (2001):** ``Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa''. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, setiembre-diciembre, 10: 485-498.
- MIGUEL, A. y J. PINDADO (2001):** ``Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data''. *Journal of Corporate Finance*, 7: 77-99.
- MILKOVICH, G. T. y BOUDREAU, J. W. (1993):** *Dirección y Administración de Recursos Humanos*. Addison Wesley, NY.
- MILLER, M. (1977):** ``Debt and taxes''. *Journal of Finance*, 2, 32: 261-275.
- MILLER, M. (1988):** ``The Modigliani-Miller propositions after thirty years''. *Journal of Economic Perspectives*, 4, 2: 99-120.
- MODIGLIANI, F. (1988):** ``MM-Past, present, future''. *Journal of Economic Perspectives*, 4, 2: 149-158.
- MODIGLIANI, F. y M. MILLER (1958):** ``The cost of capital, corporation finance and the theory of investment''. *American Economic Review*, 3, 68: 261-297.
- MODIGLIANI, F. y M. MILLER (1963):** ``Corporate income taxes and the cost of capital: a correction''. *American Economic Review*, 2, 53: 433-443.
- MORDAGO, A. y J. PINDADO (2003):** ``The underinvestment and overinvestment hypothesis: An analysis using panel data''. *European Financial Management*, 2, 9: 163-177.
- MYERS, S. (1977):** ``Determinants of corporate borrowing''. *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- MYERS, S. (1984):** ``Capital structure puzzle''. *Journal of Finance*, 3, 39: 575-593.
- MYERS, S. (1984):** ``Finance theory and financial strategy''. *Interfaces*, 1, 14: 126-137.

- MYERS, S. (2001):** "Capital structure". *Journal of Economic Perspectives*, 2, 15: 81-102.
- NEVADO, D. (1998):** "La auditoría social de los recursos humanos como instrumento de gestión: futuro y limitaciones". *Revista de Trabajo y Seguridad Social*, 178: 178-230.
- NIEDERHOFFER, V. y REGAN, P. J. (1972).** "Earnings Changes, Analysts' Forecasts and Stock Prices". *Financial Analysts Journal*, 3, 28: 65-71.
- NIETO, M. y J. TRIBÓ (2000):** "Determinantes de la emisión de deuda negociable en las empresas españolas". *Revistas Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 4, 9: 61-80.
- OBESO, A. y C. SOLER (2006).** Informe Cranfield ESADE: gestión estratégica de recursos humanos. Madrid, ESADE. Instituto de Estudios Laborales (IEL); 6: 52.
- PINDADO, J. (2012):** *Finanzas Empresariales*. Paraninfo, Madrid.
- RAJAN, R. (1992):** "Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt". *Journal of Finance*, 4, 47:1367-1400.
- RAJAN, R. y L. ZINGALES (1998):** "Debt, folklore, and cross-country differences in financial structure". *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 10:102-107.
- RODRÍGUEZ, J. (1997):** *Capital, control y resultados en la gran empresa*. Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico Universidad de Valladolid, Valladolid.
- ROMÁN, M., A. M. ALFARO, L. RODRÍGUEZ y A. LEAL (1997):** *El Factor humano en las relaciones laborales*. Pirámide, Madrid
- ROSS, S. A. (1976):** Return, risk and arbitrage. En Friend, I. y J. Bicksler, (Eds.), *Risk and Return in Finance Vol. I*, Cambridge, Ballinger.
- ROSS, S. A., R. W. WESTERFIELD y J. F. JAFFE (2005):** *Finanzas corporativas*. MacGraw-Hill, Mexico.
- ROSS, S., R. WESTERFIELD y B. JORDAN (1996):** *Fundamentos de finanzas corporativas*. Editorial IRWIN, Madrid.
- SAA-REQUEJO, J. (1996):** "Financing decisions: Lessons from the Spanish experience". *Financial Management*, 3, 25: 44-56.
- SALLAOUM, C. y H. VIGIER (2003):** "Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa". En [http://www.aaep.org.ar/espa/anales/pdf\\_99/salloum\\_vigier.pdf](http://www.aaep.org.ar/espa/anales/pdf_99/salloum_vigier.pdf)
- SCHULER, R. S. (1992):** "Strategic Human Resource Management: Linking the People with the Strategic Needs of the Business". *Organizational Dynamics*, 1, 21: 18-32.

**SUÁREZ, A. S. (2005):** *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa.* Pirámide, Madrid.

**TARZIJÁN, J. (2003):** ``Revisando la teoría de la firma´´. *Revista ABANTE*, 2, 6: 149-177.

**VALLE, R. (1995):** *La gestión estratégica de los recursos humanos.* Addison-Wesley Iberoamericana.

**VALLE, R. (coord.). (2004):** *La gestión estratégica de los recursos humanos.* Pearson, Madrid.